

DE L'ATTITUDE
DES POUVOIRS PUBLICS
A L'ÉGARD DES MARCHÉS FRANÇAIS
DE VALEURS ÉTRANGÈRES

Thèse pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 30 mai 1942

PAR

François KAEPPÉLIN

JURY DE LA THÈSE

Président. . . . M. Joseph HAMEL, *Professeur.*

Suffragants . . . { MM. André AMIAUD, *Professeur.*
 { Léon MAZEAUD, *Chargé de cours.*

P A R I S

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

R. PICHON et R. DURAND-AUZIAS

20, Rue Soufflot, 20

1942

UNIVERSITE DE PARIS — FACULTE DE DROIT

Nom du candidat : Kaepelin.

Prénom : François.

Date de la soutenance : 30 mai 1942.

Numéro d'ordre : 30

KAEPELIN (François). — De l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des Marchés français de Valeurs Etrangères. — Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1942, in-8°, iv + 236 p.
(Thèse Droit, Paris, 1942, N° 30)

KAEPELIN (François). — De l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des Marchés français de Valeurs Etrangères. — Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1942, in-8°, iv + 236 p.
(Thèse Droit, Paris, 1942, N° 30)

KAEPELIN (François). — De l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des Marchés français de Valeurs Etrangères. — Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1942, in-8°, iv + 236 p.
(Thèse Droit, Paris, 1942, N° 30)

KAEPELIN (François). — De l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des Marchés français de Valeurs Etrangères. — Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1942, in-8°, iv + 236 p.
(Thèse Droit, Paris, 1942, N° 30)

Thèse de droit : Économie.
Présenté : Économie.

Date de la soutenance : 30 mai 1912.

Nom de l'auteur : M.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses .
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.***

DE L'ATTITUDE DES POUVOIRS PUBLICS A L'ÉGARD DES MARCHÉS FRANÇAIS DE VALEURS ÉTRANGÈRES

Thèse pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 30 mai 1942

PAR

François KAEPPÉLIN

JURY DE LA THÈSE

Président. . . . M. Joseph HAMEL, *Professeur.*

Suffragants . . . { MM. André AMIAUD, *Professeur.*
 Léon MAZEAUD, *Chargé de cours.*

P A R I S

LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

R. PICHON et R. DURAND-AUZIAS

20, Rue Soufflot, 20

1942



INTRODUCTION

Le titre de cette étude surprendra peut-être les techniciens ou les professionnels des questions financières.

L'expression de « marché français de valeurs étrangères » porte à croire, en effet, que l'introduction et la négociation des titres étrangers s'effectuent en un cadre distinct de celui où sont pratiquées les mêmes opérations concernant les valeurs françaises, alors qu'il n'en est rien, tout au moins quant au lieu et aux personnes.

C'est ce qui explique pourquoi les Pouvoirs Publics, comme on le verra au cours des pages qui vont suivre, ont considéré la plupart du temps les transactions sur valeurs étrangères indépendamment de l'organisation susceptible de les régir.

Et cependant, de même qu'il existe une détermination réciproque entre le lit d'un fleuve et son courant, de même il est une corrélation étroite entre le mouvement d'affaires d'un marché et l'organisation de ce dernier.

Ce sont là deux notions que l'on ne saurait dissocier et c'est ainsi que, pour constitutive qu'elle soit d'une synthèse inaccoutumée des transactions elles-mêmes et du cadre dans lequel elles s'effectuent, l'expression de « marché français de valeurs étrangères » n'en concrétise pas moins la plus exacte réalité.

C'est à l'égard de cette réalité que nous nous proposons ici d'étudier non pas seulement la politique, mais, de façon plus large, l'attitude des Pouvoirs Publics. Il

s'agit bien, en effet, d'une attitude, car, s'il est un domaine où il soit possible, en quelque sorte, d'établir une certaine psychologie gouvernementale, c'est bien dans celui de la législation et des mesures judiciaires, administratives ou fiscales concernant l'introduction et la négociation des valeurs étrangères.

Cela s'explique peut-être parce que l'on se trouve ici en présence de questions qui ne revêtent pas seulement un caractère technique. Elles se situent, en effet, sur le plan des rapports du politique et de l'économique et supposent, comme telles, une solution préalable au problème de la liberté.

Quoi qu'il en soit, rechercher quelle fut, jusqu'à un passé récent, l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, tel est l'objet de cette étude, dans la mesure où le présent ne permet pas encore d'adopter, pour l'avenir, une ligne de conduite suffisamment établie.

La guerre emplit le monde et les relations financières internationales normales sont interrompues.

Les valeurs étrangères sont l'objet de mesures d'exception, allant de la négociation en vase clos à la réquisition pure et simple.

La plupart des pays subissent une évolution économique et financière d'importance égale à celle du siècle dernier.

Autant de raisons pour lesquelles notre étude peut paraître n'avoir plus qu'un intérêt rétrospectif.

C'est pourtant lorsque l'on est contraint à l'inaction qu'il est nécessaire de réviser certains jugements et de

rechercher les causes déterminantes de réussite ou d'insuccès.

Et c'est pourquoi l'étude que nous entreprenons nous semble, au contraire, d'intérêt actuel, parce que se situant précisément à une date où, plus que jamais, dans l'incertitude de doctrines encore naissantes, il est nécessaire de poser les problèmes en leur entière réalité.

Cette réalité, certes, se situe dans le passé. Néanmoins, nous la croyons susceptible de fournir des leçons utiles, dans la mesure où, les marchés français de valeurs étrangères étant envisagés comme un élément organique de l'économie générale, des disparités apparaîtront entre ce qu'eût été l'attitude des Pouvoirs Publics s'ils avaient pris conscience qu'existait un tel élément, et ce qu'elle fut effectivement vis-à-vis d'opérations qu'ils se bornèrent à ne considérer qu'indépendamment de leur cadre particulier.

PREMIERE PARTIE

LE MOUVEMENT DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS EN VALEURS ETRANGERES

Avant de chercher à apprécier le rôle et l'importance des marchés français de valeurs étrangères, il est nécessaire de rappeler brièvement l'histoire des placements français à l'étranger, qui firent de la France d'avant-guerre le banquier du monde, comme on l'a dit inexactement trop souvent, car un banquier n'est pas nécessairement un commanditaire et sait, en général, mieux calculer son risque que ne le firent ou ne purent le faire la légion des petits épargnants français qui tentèrent leur chance ou placèrent leur argent au delà des frontières ou des mers.

Cet historique, même bref, ne nous semble pas devoir être le simple rappel des chiffres approximatifs obtenus grâce aux travaux de statisticiens et d'économistes éminents tels que NEYMARCK (1), E. THÉRY (1) et plus proches de nous, M. G. OLPHE-GAILLARD (2), M. MOREAU-NERET (3) et d'autres encore. Ces chiffres permettent d'établir des ordres de grandeur. Leur

(1) Rapports au Congrès International des Valeurs Mobilières de 1900.

(2) Articles publiés dans l'*Information* des 14 mai 1924, 11, 29, 30 avril et 2 mai 1925 ; 3 avril, 13 et 14 août 1926 ; 24, 25, 26, 27 février 1927, sous le titre : « La fortune mobilière de la France ».

(3) *Les Valeurs Mobilières*, tome II, chez Sirey, 1939.

simple énumération ne suffirait pas à expliquer ce mouvement des capitaux français vers l'étranger.

Il y a donc lieu, en outre, d'en indiquer les causes essentielles et les conséquences. Ceci est indispensable, en effet, pour comprendre l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères dont le rôle fut, comme nous le verrons, essentiel en la matière.

En bien des domaines, scientifique ou littéraire, financier ou politique, le rappel du passé depuis cent cinquante ans conduit à considérer la guerre de 1914-1918 comme la division, comme la cassure, comme le point essentiel d'évolution, de transformation de ce qui fut hier à ce qui est aujourd'hui. Le xix^e siècle, à bien des égards, dura cent quatorze ans !

L'histoire des placements français à l'étranger nous semble également comprendre cette division et comporter donc trois périodes : le xix^e siècle et l'avant-guerre, la guerre, l'après-guerre.

CHAPITRE PREMIER

LE XIX^e SIECLE ET L'AVANT-GUERRE

NEYMARCK, évaluant le développement de la fortune française constituée en valeurs mobilières, indiquait, dans son rapport à l'Institut International de Statistiques en 1913, la progression suivante :

Années	Portefeuille global	Portefeuille de valeurs étrangères
	Milliards de francs	
1850	9	—
1860	31	—
1869	33	10
1880	56	15
1890	74	20
1902	87 - 90	25 à 27
1904	90 - 93	27 à 30
1906	97 - 100	30 à 32
1903	103 - 105	32 à 35
1910	106 - 110	38 à 40
1912	108 - 115	40 à 42

Ces chiffres ont été approximativement ceux obtenus par d'autres économistes, d'après les statistiques fiscales et les cotes des marchés, puisque M. E. THÉRY estimait qu'en 1912 le portefeuille français se décomposait comme suit :

Actions et obligations françaises.... 69.240 millions
 Actions et obligations étrangères.... 42.675 millions

L'investissement des capitaux à l'étranger sous forme de valeurs mobilières ne prit une véritable importance en France qu'à partir de la deuxième moitié du XIX^e siècle, sous le second Empire.

Auparavant, certes, furent inscrits à la Cote du Marché Officiel des fonds d'Etat étrangers : dès 1811 apparaissent les titres d'emprunt 6 % du Roi de Saxe, en 1817 l'emprunt 5 % des Deux-Siciles, en 1822 les fonds d'Etat espagnols..... Puis, à partir de 1840 furent négociées en Bourse certaines actions étrangères, telles que celles de la Banque de Belgique, des Chemins de fer d'Anvers-Gand, de Charleroi-Erquelines, des Mines de zinc de la Vieille-Montagne, des Mines de Stahlberg en Westphalie, etc... et nous verrons plus loin, précisément, le rôle d'initiation qu'eurent les marchés français en matière de placements à l'étranger.

Mais jusque-là, il ne s'agit que d'appels de l'étranger à une épargne française suffisamment pourvue d'emplois. La Bourse ne comportait encore que des marchés étroits sur lesquels régnaient des banques privées déjà puissantes, telles que les Maisons ROTHSCHILD, MALLET, HOTTINGER, FOULD, D'EICHTAL, CAHEN D'ANVERS, MIRABAUD, ODIER, VERNES..... et qui se spécialisaient dans la négociation des prêts internationaux.

L'industrialisation du pays, en effet, la création des chemins de fer, les emprunts de l'Etat, réussissaient encore à absorber une épargne allant cependant sans cesse en augmentant.

Mais celle-ci, peu à peu, par sa progression constante, transforme les conditions mêmes du marché financier français. Tandis que le Gouvernement de la Restau-

ration n'avait pu placer sur le Marché de Paris un emprunt de 6 millions de francs à 5 % et qu'il ne trouva preneur qu'à Amsterdam, au cours moyen de 57 francs, de 1852 à 1865, 20 milliards de valeurs avaient pu être émises. Près de 5 milliards d'actions de Chemins de fer et d'obligations avaient été absorbés et la France prêtait 4 milliards et demi à l'Etranger (1).

Alors que, jusque-là, ce fut l'étranger qui sollicitait l'épargne française, ce fut celle-ci qui rechercha à l'extérieur l'emploi de ses capitaux en excédent.

Ce mouvement toutefois n'était encore qu'à son début par rapport à l'ampleur qu'il devait prendre à partir de la fin du siècle. Jusqu'à 1890, d'après les chiffres de NEYMARCK ci-dessus rappelés, les placements à l'étranger n'atteignaient pas le tiers du portefeuille global français. En 1912, ils se trouvent en constituer près de la moitié, alors que la fortune française totale en valeurs mobilières était passée de 74 milliards en 1890 à 115 milliards.

L'accélération de ce mouvement des capitaux français vers l'étranger apparaît nettement si l'on considère, toujours d'après les chiffres de NEYMARCK, que, depuis 1811, lors de l'introduction en Bourse des premiers emprunts étrangers, jusqu'à 1890, soit pendant quatre-vingts ans environ, le portefeuille français de titres étrangers s'est élevé à 20 milliards, alors que, en une vingtaine d'années seulement, de 1890 à 1912, il est passé de 20 à 40 milliards.

Cet exode des capitaux d'ailleurs, s'il fut particu-

(1) Germain-Martin, *Historique économique et financière*. Tome X de l'*Histoire de la Nation Française*, par G. Hanotaux.

lièrement important en France, s'est aussi produit dans d'autres pays d'Europe, évolués au point de vue économique et riches. En Grande-Bretagne, au cours de l'année 1910, sur un total de 267.439.100 livres, 114.764.500 livres furent consacrées à des émissions étrangères. En Allemagne, le pourcentage des placements étrangers par rapport aux placements nationaux, passait de 5,6 % en 1908 à 15 % en 1910 (2).

Au delà de quelles frontières s'expatria donc la fortune française ? NEYMARCK établit ainsi la répartition par pays des titres étrangers qui, au 31 décembre 1910, pouvaient se trouver dans le portefeuille français :

RUSSIE	10 à 11	milliards
ANGLETERRE	1/2	—
BELGIQUE et PAYS-BAS.....	1/2	—
ALLEMAGNE	1/2	—
TURQUIE, SERBIE.....	2 à 2 1/2	—
BULGARIE, ROUMANIE, GRECE.....	2 à 3	—
AUTRICHE-HONGRIE	2 à 2 1/2	—
ITALIE	1 à 1 1/2	—
SUISSE	1/2	—
ESPAGNE et PORTUGAL.....	3 à 4	—
ETATS-UNIS et CANADA.....	2 à 3	—
EGYPTE et SUEZ.....	3 à 4	—
ARGENTINE, BRESIL, MEXIQUE....	4 à 5	—
CHINE et JAPON.....	1 à 2	—
TUNISIE, Colonies françaises.....	2 à 3	—

La Russie : 10 à 11 milliards ; la Tunisie et les Colonies françaises, 2 à 3 milliards..... La notion d'empire français n'était pas encore devenue une réalité dans l'esprit de nos pères, alors que la Grande-Bretagne avait

(2) Neymarck, *La Statistique Internationale des Valeurs mobilières*, 1911, 9^e rapport.

déjà investi 40 à 50 milliards dans ses possessions d'au delà des mers (3) !

Nous avons dit que la progression constante et la puissance de l'épargne avaient transformé, au milieu du siècle dernier, le marché financier français ; elles le modifièrent, en effet, de deux manières.

En premier lieu, par son abondance croissante et, par conséquent, par son offre toujours plus large, elle contribua à la stabilité, puis à la baisse du loyer de l'argent, à tel point que la place de Paris devint une des plus recherchées par les Etats ou les Sociétés étrangères, en quête de capitaux. Ce fut le premier temps, si l'on peut dire, du mouvement des capitaux français vers l'étranger.

Ensuite, l'effet devenant cause à son tour, ce loyer de l'argent, moins élevé que partout ailleurs, détermina le second temps, accéléré celui-là, du mouvement hors des frontières d'une épargne alors à la recherche d'emplois plus fructueux (4).

Mais si le loyer peu élevé de l'argent dû à l'abondance de l'épargne fut, en France, un facteur important de l'exode de celle-ci vers l'étranger, il est d'autres causes à cet investissement des capitaux français à l'extérieur du pays.

Cause d'ordre financier que le fait que, de 1897 à 1913, l'Etat français n'a pas émis de grand emprunt.

(3) Ch. Gide, *Cours d'Economie Politique*, 1923, tome II, p. 116, note 1.

(4) En 1900, E. Thery estimait à 4,28 % le revenu moyen des valeurs étrangères circulant en France, tandis que le revenu moyen des valeurs françaises était de 3,21 %.

Cause d'ordre économique que le trop petit nombre d'entreprises nouvelles qui, faute d'un certain esprit d'initiative, se créaient alors en France (5).

Cause d'ordre politique que la direction que donnait le Gouvernement aux capitaux français en quête d'emploi vers des pays comme la Russie et pour des motifs relevant plutôt de la diplomatie que des règles d'une sage gestion financière.

Cause d'ordre technique que le mécanisme même du placement de ces économies déposées dans les établissements de crédit, qui, disposant ainsi du rare privilège d'orienter l'épargne, cédaient peut-être trop au goût du public pour les valeurs étrangères, sans se montrer suffisamment exigeants sur la qualité des emprunts qu'ils lui proposaient.

Cause d'ordre psychologique, tenant à la mentalité même de l'épargnant français, appréciant avant tout la sécurité d'un placement et ayant tendance à s'imaginer toujours plus grande la solvabilité d'un Etat que celle d'une collectivité privée. Or, en France, il n'était plus émis de grand emprunt. On craignait sans cesse la conversion. Ce goût de la sécurité avant tout et aussi la faveur dont ont longtemps joui auprès de nos compatriotes les valeurs à revenu fixe, les ont naturellement portés vers les emprunts d'Etats étrangers. En 1910, ceux-ci, à la Cote du Marché officiel, représentaient plus de 82 % des valeurs étrangères y figurant. Ce goût de la sécurité encore conduisait l'épargnant français à diviser ses risques en plaçant son argent en des pays différents.

(5) Neymarck, Déclaration à la Société d'Economie Politique de Paris. Réunion du 5 mars 1897.

Mais, dans la mesure même où ce goût de la sécurité faisait place à celui du risque, dans l'espoir des plus-values éventuelles, le capitaliste moyen, en général mal éduqué au point de vue économique et donc très réceptif aux conseils souvent intéressés des banques, se laissait alors séduire par les perspectives merveilleuses que lui faisait entrevoir certain prospectus d'émission de valeurs étrangères. Les pays lointains, comme on l'a dit, exerçaient sur la masse une sorte de mirage !...

Cause d'ordre psychologique encore que cette crainte des vexations fiscales, cette « peur du loup » qui suscita une véritable évasion des capitaux sous forme de valeurs étrangères, par suite de l'exagération en France des droits de succession ou la menace d'un impôt sur le revenu.

Tel fut donc avant la guerre le mouvement des avoirs français à l'étranger sous forme de valeurs mobilières. Telles en furent les deux phases essentielles : recours de l'étranger à l'épargne française, puis recherche par cette dernière à l'extérieur du pays d'un profit supérieur ou d'une sécurité plus grande ou d'une chance de plus-value, et cela sous l'influence de facteurs politiques ou sentimentaux, selon la diplomatie du moment ou les préjugés de l'heure.

— Il reste un mot à dire ici sur la technique même selon laquelle put s'opérer cet investissement de l'épargne en valeurs étrangères.

Il s'effectua grâce au concours des Banques d'affaires et des Etablissements de Crédit d'une part, et des intermédiaires de Bourse, d'autre part.

Ce concours fut à participation variable, si l'on peut dire, selon la facilité de placement des emprunts. En effet, tout au moins au début du développement de la fortune mobilière, le public non encore suffisamment initié soit au principe même de la souscription à des obligations ou à des actions, soit à telle catégorie d'entre elles, comme les étrangères par exemple, ne pouvait être directement sollicité ; les banques et les établissements de crédit devaient donc, la plupart du temps, « prendre ferme » l'ensemble de l'émission pour en « replacer » ensuite les titres parmi leur clientèle.

C'est alors que le ou les marchés de valeurs, sur lesquels pouvaient être écoulés les titres qui n'avaient pu être placés, contribuaient à leur diffusion, qui s'en trouvait ainsi accrue et accélérée à la fois.

Mais, comme on le verra plus loin, le rôle des marchés ne fut pas seulement un rôle d'appoint. Ils contribuèrent pour une part toujours plus grande à orienter l'épargne, et la prospection de valeurs nouvelles et notamment de valeurs étrangères qu'ils ont assumée, leur a progressivement conféré une importance financière et économique, qui, à elle seule, suffirait à justifier la présente étude.

CHAPITRE II

LA GUERRE DE 1914-1918

Avec la guerre, il n'est plus question que de défense nationale. Toutes les disponibilités du pays devront se mettre au service de l'Etat, qui allait, par la loi du 31 mai 1916, se réserver l'accès du marché financier.

D'après cette loi, l'émission ou l'introduction de titres, français ou étrangers, étaient interdites, sauf dérogation ministérielle.

La statistique des émissions fait nettement ressortir l'importance croissante du drainage des capitaux par l'Etat, les Départements ou les Villes, tandis que seules étaient autorisées à emprunter les industries travaillant pour la Défense Nationale.

Montant des émissions
(en millions de francs)

Années	Emprunts d'Etat (1) de Départements ou de Villes	Emprunts d'Etat ou de Villes étrangers	Obligations		Actions	
			fran- çaises	étran- gères	fran- çaises	étran- gères
1914	1.419	1.095	512	757	760	545
1915	8.889	»	34	50	35	39
1916	9.423	»	170	9	145	121
1917	10.722	»	1.054	42	486	248
1918	21.238	»	649	»	685	107

(1) Non compris les Bons du Trésor et les B. D. N. Ces chiffres sont tirés du *Bulletin de la Statistique générale de la France* (janvier 1923) et de *L'Economiste Européen* (1914, 2^e vol., p. 261).

L'on a estimé avant la guerre à 4 milliards de francs la naissance annuelle de nos épargnes. Celles-ci n'eurent donc pas suffi à couvrir les emprunts de l'Etat ou des collectivités publiques pendant la période 1914-1918.

Il y avait donc lieu de créer des disponibilités nouvelles, et ce furent les avances de la Banque de France à l'Etat, suscitant la multiplication des signes monétaires, selon un mécanisme maintenant, hélas, trop connu.

Pour payer ses achats à l'intérieur, le Gouvernement remettait, sous forme de billets, les francs ainsi créés aux fournisseurs de guerre, qui, avec la partie de ces fonds représentant leur bénéfice, souscrivaient aux emprunts publics.

Quant aux capitaux investis à l'étranger, ils pouvaient remplir deux fonctions distinctes : d'abord être utilisés comme monnaie internationale destinée à faciliter nos achats à l'extérieur, ensuite être mobilisés et, devenus ainsi disponibles, être employés à la souscription des emprunts publics.

Ce serait déborder le cadre de cette étude que de rappeler ici en détail, l'histoire financière française durant la guerre de 1914. Indiquons simplement que, pour se procurer du change, l'Etat fut amené à faire appel, par l'intermédiaire d'un groupe de banquiers, aux détenteurs de valeurs étrangères, qui consentirent pour la plupart à les céder, moyennant une légère prime sur le dernier cours coté à la Bourse de Paris. Ainsi fut fait d'obligations américaines (2), qui permirent à l'Etat

(2) Pennsylvania et Chicago-Milwaukee.

français de se faire ouvrir des crédits aux Etats-Unis contre dépôt de ces titres en garantie.

Puis, à partir de mai 1916, fut substitué au système du rachat des titres étrangers à leurs possesseurs leur emprunt avec faculté de rachat pour le Trésor (3). Ces titres devaient être remis à la Banque de France, aux banques ou agents de change, qui délivraient aux porteurs des certificats négociables en Bourse et donnant droit au paiement des coupons. Les titres ainsi empruntés permirent au Gouvernement de se faire ouvrir, contre leur dépôt en garantie, d'autres crédits en Amérique, en Suisse, en Hollande, dans les Pays Scandinaves, etc...

Telle fut la fonction de change remplie par les titres étrangers du portefeuille français. Ces titres, de plus, furent vendus par les particuliers eux-mêmes, dans le but de souscrire aux Fonds d'Etat. La négociation des valeurs étrangères s'effectua soit sur des places neutres, soit après un accord intervenu entre les Gouvernements français et anglais en février 1916, à Londres, mais sous la condition que les ordres sur cette dernière place fussent transmis à la Banque d'Angleterre par la Banque de France.

Si l'on songe que, de 1914 à 1918, le chiffre en France des importations s'éleva à 117 milliards et celui des exportations à 34 milliards (4), d'où un déficit de notre balance commerciale de 83 milliards sur les quatre années d'hostilités, soit un déficit moyen annuel de 20 milliards environ, alors que ce déficit n'était avant la

(3) Avis paru au *J. O.* du 5 mai 1916, p. 3907.

(4) Germain-Martin.

guerre que d'un milliard et demi à 2 milliards chaque année (5), l'on conçoit la portée du service rendu par les valeurs étrangères, utilisées comme nous venons de le rappeler brièvement, et grâce auxquelles la France a pu vaincre, sans épuiser totalement son stock d'or, ni anéantir intégralement ses finances.

Les valeurs étrangères ont, en effet, joué le rôle à la fois de monnaie de compte et d'épargne de réserve. Dans la mesure où elles ont pu garantir et servir à solder des ouvertures de crédit à l'étranger, elles ont évité les sorties d'or. Dans la mesure où elles ont été vendues à l'étranger par leurs possesseurs français dans le but de souscrire aux emprunts publics, elles ont mis au service de l'Etat des capitaux non encore investis dans le pays et ont réduit d'autant la nécessité de recourir à l'inflation monétaire.

— Qu'est-il resté du portefeuille français de valeurs étrangères au lendemain de la guerre ? M. COLSON (6) estimait que de celui-ci, tel qu'il était constitué avant 1914, « la moitié environ est tombée presque à rien par « suite de l'effondrement de la Russie, de la ruine de « l'Autriche, de la Hongrie et des Etats balkaniques. Un « quart peut-être a été vendu, soit par les porteurs eux-mêmes, soit par l'Etat à qui ils avaient remis leurs « titres ».

De 40 milliards environ avant 1914, le portefeuille étranger français aurait donc été réduit à 10 milliards approximativement. *Le quart seulement des valeurs*

(5) Compensé par le revenu des placements à l'étranger.

(6) *Cours d'Economie Politique*, livre III, p. 467.

étrangères détenues par les Français aurait joué le rôle défini plus haut.

Du fait des dettes de guerre et de la perte des trois quarts des valeurs étrangères possédées par ses nationaux, la France, de pays créancier, était devenue pays débiteur. L'inflation monétaire, dont les effets néfastes sur le cours de la devise n'avaient pu être que momentanément corrigés, et la situation budgétaire en déficit constant durant la guerre et l'après-guerre allaient poser de façon de plus en plus aiguë la question du change et créer au mouvement de l'épargne vers l'étranger des conditions nouvelles.

CHAPITRE III

L'APRES-GUERRE

Les vingt années qui ont suivi la guerre se caractérisent particulièrement comme ayant constitué une période d'instabilité : instabilité politique, instabilité économique. C'est ce trait qui oppose précisément l'après-guerre à l'avant-guerre. Avant 1914, monnaie saine et indiscutée, échangeable contre de l'or, budget en équilibre, épargne surabondante. Après 1918, un Etat de plus en plus endetté, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur, une monnaie flottante et discutée, une épargne gravement diminuée.

Quelle importance va prendre le mouvement des capitaux français vers l'étranger ? Quelles vont en être alors les causes nouvelles ?

Alors qu'avant la guerre, le mouvement international des capitaux fut déterminé par la recherche d'un intérêt plus élevé ou d'une éventuelle plus-value, après la guerre prédominèrent les causes d'ordre monétaire.

Sur le marché intérieur, c'est la crainte de voir se déprécier la monnaie, qui porta les épargnants français à préférer non plus, comme auparavant, les valeurs à revenu fixe, mais celles au contraire à revenu variable.

Les actions, françaises ou étrangères, à l'inverse des obligations, représentaient, pour ceux qui les achetaient ou y souscrivaient, des biens dont la valeur était indépendante des fluctuations de la monnaie.

L'incertitude monétaire encore provoqua le souci de ne pas immobiliser à long et même à moyen terme les capitaux, et c'est ce qui explique la faveur dont jouirent les émissions de Bons de la Défense Nationale et des Bons du Trésor. Toutefois, l'Etat n'était plus seul à pouvoir solliciter les disponibilités du public. La loi de 1916 était abrogée en ce qui concernait les émissions de valeurs françaises et il y eut alors entre les valeurs d'Etat et les émissions privées une sorte de va-et-vient de capitaux, commandé par des revirements de confiance, des menaces de consolidations forcées de la dette flottante et les conditions économiques générales.

Mais qu'elles se soient mises au service de l'Etat ou à celui du commerce et de l'industrie, il est de fait que les disponibilités françaises pendant les premières années de l'après-guerre furent absorbées principalement par la réorganisation économique du pays.

Pendant cette période par conséquent, furent peu nombreux les emprunts autorisés en France d'Etats étrangers, si l'on en excepte les emprunts de conversion. Il en fut de même pour les émissions d'actions ou d'obligations étrangères.

Si, par ailleurs, on consulte l'indice des cours à la Bourse de Paris, l'on peut en déduire que la demande de valeurs étrangères demeura relativement réduite jusqu'en 1924.

Mais à partir de ce moment, la politique aidant ainsi que l'aggravation du déficit budgétaire, la crise du franc se fit plus aiguë et l'inquiétude monétaire fit place à une véritable fuite devant la monnaie. Tant en France

**Montants comparés des émissions de valeurs françaises
et de valeurs étrangères (1)**
(en millions de francs)

Années	Total des (2) émissions françaises publiques et privées	Emissions de valeurs étrangères		
		Emprunts d'États et de Villes	Obligations	Actions et parts
1919	11.543	»	23	652
1920	43.695	»	58	34
1921	17.314	»	135	352
1922	24.764	»	8	8
1923	29.812	»	783	129
1924	14.257	255 (3)	70	102

que sur les places étrangères, frauduleusement ou de façon licite, ce fut l'achat massif et souvent à n'importe quel prix de tout ce qui pouvait constituer un avoir dont la valeur avait quelques chances de fixité: bijoux, immeubles, œuvres d'art et notamment, en l'occurrence, titres étrangers.

Les valeurs étrangères furent donc à nouveau largement acquises par les épargnants français et le redressement financier de M. POINCARÉ n'enraya point le mouvement.

L'approvisionnement systématique par la Banque de France en devises étrangères et en or fit alors de la place de Paris l'une des plus riches du monde et l'étran-

(1) Chiffres tirés du *Bulletin de la Statistique Générale de la France* et de *L'Economiste européen*, qui les a puisés lui-même dans les publications de l'Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières.

(2) Bons du Trésor et B. D. N. non compris.

(3) Emprunt Dawes.

ger vint à nouveau solliciter l'épargne française. Des introductions importantes de valeurs étrangères furent faites en Bourse (4). Autant l'esprit de spéculation que celui d'évasion fiscale portèrent de nouveau les Français vers les valeurs étrangères. La stabilisation de 1928 avait momentanément fait taire les craintes de dépréciation monétaire. Mais l'on recherchait de nouveau hors de France la possibilité d'obtenir un rapport plus élevé de l'argent et d'échapper aux exactions du fisc. Puis, la crise économique de 1929, amenant quelques années plus tard la chute de monnaies comme la livre et le dollar, ralentit la demande de valeurs étrangères.

Malgré cela, tant à la Bourse que dans les milieux politiques, une campagne était menée en faveur de l'introduction de valeurs étrangères, dont l'absorption par le marché français, disait-on, le « dégorgerait » (5) de l'or et des devises accumulées par M. POINCARÉ et ses successeurs, et « revivifierait le crédit ».

Cette campagne aboutit au cours des années 1931, 1932, 1933, 1934, à l'émission ou à l'introduction en Bourse de valeurs étrangères importantes comme Ougrée-Marihay, A. R. B. E. D., la Nestlé, l'Amsterdam Rubber, Philipps, l'H. V. A.... Les déboires de la Canadian Pacific et des affaires Kreuger étaient oubliés !

Le franc se trouvait alors encore solidement soutenu ; mais la chute du Gouvernement DOUMERGUE à la fin de 1934 et les campagnes en faveur d'une dévaluation obscurcirent à nouveau l'horizon monétaire. Les valeurs

(4) Royal Dutch, Shell, S. K. F., Canadian Pacific, affaires Kreuger, etc...

(5) M. Caillaux, dans un article du 29 septembre 1930, intitulé « La question de l'or ».

étrangères redevinrent des placements-refuges. L'arrivée au pouvoir, en 1936, du Gouvernement BLUM, puis la dévaluation d'octobre accélérèrent le mouvement d'achats de titres étrangers et, depuis cette époque, ce mouvement sera principalement fonction de la stabilité de la devise nationale, considérée comme dépendant elle-même de la politique intérieure et de la situation internationale.

Il y a lieu d'évoquer ici, comme contemporain de la tendance à rechercher une base certaine de valeur, l'effort judiciaire et législatif tendant à faire respecter par les emprunteurs étrangers la clause du paiement en or.

Il s'agit bien, en effet, d'un « effort » judiciaire, car ce n'est que peu à peu que les tribunaux ont dégagé le critérium sur lequel devait reposer le respect de la clause or, en principe interdite en ce qui concerne les contrats d'ordre interne.

Ce critérium fut progressivement défini comme étant constitué par le caractère international de la créance envisagée, caractère international qui se distinguait par le fait que « le contrat produise comme un mouvement « de flux et de reflux par-dessus la frontière, des conséquences réciproques dans un pays et dans l'autre » (6).

Sur le plan législatif, l'article 2 de la loi monétaire du 25 juin 1928 spécifia que la définition qu'elle donnait de l'unité monétaire ne s'appliquait pas « aux payements internationaux qui, antérieurement à la pro-

(6) Décision de la Cour de Cassation en 1930 ; *Dalloz*, 1931-1-5, voir *cod. loc.* Commentaires de M. Savatier.

« mulgation de la présente loi, ont pu valablement être
« stipulés en francs or ».

L'article 6 de la loi monétaire des 1^{er} et 2 octobre 1936 s'exprime à peu près de même façon, mais en précisant « qu'à l'égard des paiements internationaux, « l'unité monétaire française sera définie conformément « à la loi monétaire en vigueur en France à l'époque où « a été contractée l'obligation, cause du paiement ». Le même article, confirmant la définition rappelée ci-dessus, donnée par la jurisprudence, ajoute : « Est paiement « international un paiement effectué en exécution de « contrat impliquant double transfert de fonds de pays « à pays. Ne pourront être considérés comme ayant « perdu leur caractère de titres internationaux les titres « de cette nature, émis avant la promulgation de la « présente loi et ayant fait l'objet d'un échange ou d'une « transaction entre débiteur et créancier ».

La loi du 19 février 1937 abrogea purement et simplement l'article 6 précité et précisa que « les dispositions de la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936 ne sont « pas applicables aux paiements internationaux qui, « antérieurement à la promulgation de cette loi, ont pu « valablement être stipulés en francs or ».

*
**

Terminons cette brève analyse du mouvement en France des capitaux vers l'étranger en indiquant l'importance actuelle du portefeuille français de valeurs étrangères, comparée à ce qu'elle était avant la guerre. L'on ne peut d'ailleurs, à ce sujet, s'en tenir qu'à des

ordres de grandeur très approximatifs, étant données les variations, pour ne pas dire les perturbations monétaires qui, depuis vingt années, ont rendu toute comparaison de ce genre des plus délicates.

D'après M. OLPHE GAILLARD, en 1928, les valeurs étrangères détenues par les Français représentaient :

Francs : 117.881.000.000,

et les valeurs françaises :

Francs : 630.122.748.000

soit une proportion d'environ :

15 % de valeurs étrangères contre 85 % de valeurs françaises.

En décembre 1934, M. JACOB, Syndic de la Compagnie des Agents de Change, évaluait, au Congrès de l'Epargne, les valeurs françaises à 359 milliards et les valeurs étrangères à 79 milliards, soit une proportion d'environ :

18 % de valeurs étrangères contre 82 % de valeurs françaises.

Si l'on rapproche cette dernière estimation de celle effectuée par NEYMARCK avant la guerre, et d'après laquelle les valeurs étrangères représentaient à peu près 45 % du portefeuille total, l'on voit combien se trouve réduite l'importance relative du portefeuille étranger français.

Quant à son importance absolue, si l'on tient compte de ce que le pouvoir d'achat du franc était, en 1938, d'après la moyenne annuelle des indices du coût de la

vie, de 14,33 % (7) de ce qu'il était avant la guerre de 1914, soit 15 % en chiffres ronds, les 79 milliards de valeurs étrangères que M. JACOB estimait, en 1934, être détenus par les Français se trouvent représenter à peine 12 milliards au cours du franc en 1914, contre 42 milliards en portefeuille à cette dernière date (8).

Il va sans dire qu'aucune estimation de ce genre ne peut encore être faite à l'heure actuelle.

(7) Moreau-Neret, *Les Valeurs Mobilières*, t. II, p. 284.

(8) Cette estimation demeure supérieure à celle qui résulterait de l'application au chiffre de M. Jacob, non pas de la diminution du pouvoir d'achat du franc, mais de sa valeur par rapport au franc de Germinal, cette dernière n'étant que de 8,85 %.

DEUXIEME PARTIE

LES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

Ayant retracé le mouvement des investissements français à l'étranger, il convient, à présent, d'indiquer la nature, le rôle et l'importance des marchés français de valeurs étrangères.

Pour cela, l'on s'efforcera, en premier lieu, de les définir et de les situer dans le cadre général du marché financier.

Ensuite, et parce que les caractéristiques propres à chacun de ces marchés français de valeurs étrangères ont résulté, pour une très grande part, de la politique des Pouvoirs Publics à l'égard de l'organisation des transactions — l'on rappellera quelles furent les grandes lignes de cette politique et ses conséquences quant à l'introduction et à la négociation en France des valeurs étrangères.

L'on sera ainsi à même d'étudier la nature, le rôle et l'importance respectifs de chacun des marchés de valeurs étrangères.

L'on sera également à même de déterminer s'il a été pratiqué une politique d'organisation particulière aux marchés de valeurs étrangères, et d'apprécier l'attitude des Pouvoirs Publics à cet égard.

CHAPITRE PREMIER

DEFINITION DES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

Définissant et situant les marchés français de titres étrangers, il importe avant tout de dégager nettement le critérium de marché de valeurs mobilières.

Il est habituel, à la seule vue des faits et par suite de certaines réminiscences de l'histoire, d'identifier bourse et marché. Voyons donc si la définition que donne la loi de ce premier terme est susceptible de fournir un critérium valable pour le second.

Le Code de Commerce (articles 71, 72 et 73), englobant sous le vocable de « Bourses de Commerce » les bourses de marchandises et les bourses de valeurs, définit une bourse comme étant « la réunion qui a lieu, *sous* « *l'autorité du Gouvernement*, des commerçants, capitaines de navire, agents de change et courtiers ». Il ajoute que « le résultat des négociations et des transactions qui s'opèrent dans la bourse détermine le cours « du change, des marchandises, des assurances, du frêt « ou nolis, du prix des transports par terre ou par eau, « des effets publics et autres, dont les cours sont *suscep-* « *tibles d'être cotés* », et qui sont « constatés par les « agents de change et courtiers *dans la forme prescrite* « *par les règlements de police, généraux ou particu-* « *liers* ».

Si, confondant bourse et marché, l'on s'en tenait à cette définition de la loi, la notion générale de marché de valeurs mobilières devrait donc reposer sur les trois points essentiels suivants : 1° réunion tenue sous l'autorité du Gouvernement ; 2° négociations donnant lieu nécessairement à une constatation de cours effectuée dans la forme déterminée par les règlements de police ; 3° transactions ne portant que sur des effets susceptibles d'être cotés, c'est-à-dire, en vertu des lois et de la jurisprudence postérieures à 1807, des titres dont le cours se trouve inscrit à la Cote établie et publiée par la Compagnie des Agents de Change.

Mais, il apparaît de suite qu'établir de la sorte la notion de marché de valeurs mobilières, c'est la restreindre à la matérialité même des conditions de négociation et la limiter au cadre de l'organisation officielle instituée par l'Etat pour l'achat et la vente des titres. Or, il ne peut en être ainsi.

Le rapprochement des concepts de bourse et de marché, outre qu'il évoque un passé déjà lointain, présente néanmoins cet intérêt de fixer aux textes précités du Code de Commerce leur portée véritable et de faire ressortir la signification propre à chacune de ces deux expressions, à la vérité distinctes.

La bourse, telle qu'elle est définie par la loi, c'est la réunion des professionnels ou des intermédiaires, c'est le lieu où s'effectuent matériellement — oralement ou par écrit — les opérations d'achat et de vente des biens ou des valeurs. C'est cette réunion, c'est ce lieu qui doivent être agréés par l'Etat, et soumis aux « règlements de Police généraux ou particuliers », qui en assu-

rent le bon ordre, en édictant au besoin les heures d'ouvertures et de fermeture et peuvent ainsi prescrire certaines modalités de cotation des cours.

Le marché, c'est aussi cela, mais c'est en outre quelque chose à la fois de plus ample et de plus vivant : c'est l'ensemble des négociations elles-mêmes ; c'est la totalité des biens ou des valeurs demandées ou offertes ; c'est le mouvement des affaires s'instituant sur des valeurs mobilières et se développant soit grâce à une organisation déterminée, soit malgré elle, si celle-ci s'avère insuffisante ou contraire. Mais alors, qu'advient-il des « effets publics et autres susceptibles d'être cotés » et de ceux qui ne le sont pas ?

Cette distinction relève-t-elle de la notion de bourse, comme cela semble résulter du Code de Commerce, ou de la notion de marché ?

La vérité est que c'est à cette dernière que les Pouvoirs Publics ont longtemps rapporté la discrimination entre les titres figurant ou ne figurant pas à la Cote Officielle. C'était assimiler ainsi cotation réglementée et marché de valeurs mobilières.

Or, cette discrimination entre les valeurs officiellement cotées et les autres ne constitue, en réalité, qu'un élément de plus de l'organisation technique de la bourse elle-même. Celle-ci, de par les lois françaises, comporte un marché officiel à côté duquel vit un marché libre ; les transactions du premier, contrairement à celles du second, donnent lieu naturellement à l'établissement d'une cote dite « officielle », mais, sur l'un et sur l'autre, des titres sont également demandés ou offerts, des négo-

ciations semblablement conclues ou dénouées, et pareillement suscité un mouvement d'affaires.

Ce n'est donc ni dans l'autorité du Gouvernement, ni dans les règlements de police généraux ou particuliers, ni dans le fait d'une cotation officielle qu'il faut voir un critérium à la notion de marché de valeurs mobilières.

C'est bien plutôt dans le fait qu'à un moment déterminé des titres sont offerts ou demandés, achetés ou vendus *en assez grande quantité* pour qu'il puisse être suscité à leur propos *un véritable courant d'affaires* (1), commandé par le libre jeu de l'offre et de la demande et dont résultent des cours portés à la connaissance de tous les intéressés.

Tel est le critérium. Il suppose, en conséquence, une organisation permettant ce libre jeu de l'offre et de la demande.

Cette organisation devra donc porter sur les trois points suivants : la transmission et la réunion des ordres d'achat ou de vente en un temps et selon des modalités donnés, leur exécution grâce à une confrontation impartiale, puis à une application qui permette d'en dégager le cours ; enfin, la possibilité de remplir dûment et facilement les engagements de livraison et de paiement.

Courant d'affaires suffisamment important et organisation adéquate, celle-ci pouvant d'ailleurs revêtir les formes les plus différentes selon les temps ou les pays,

(1) C'est la conception actuelle et ce sont les expressions de l'Administration elle-même ; voir Instruction de la Direction Générale de l'Enregistrement, n° 2.953, p. 3.

tels sont les deux éléments essentiels de tout marché de valeurs mobilières.

*
**

Ayant ainsi élargi cette notion générale de marché de valeurs mobilières en la transposant du domaine légal au plan économique, il convient maintenant de préciser les limites et de situer les marchés français de valeurs étrangères.

L'investissement des capitaux à moyen ou à long terme sous forme de titres négociables a suscité un ensemble habituellement désigné sous le nom de marché financier.

Celui-ci constitue donc une notion plus étendue, comprenant à la fois la demande et l'offre des capitaux, c'est-à-dire en l'occurrence l'émission et la souscription des titres d'une part, et d'autre part leur circulation sous forme de cessions privées ou de négociations en bourse.

Si l'on tient compte maintenant de la nationalité des valeurs elles-mêmes, on peut idéalement diviser le marché financier en une section française et en une section étrangère, à l'intérieur de chacune desquelles s'effectuent pareillement l'émission des titres et leur circulation.

Or, bien des lois ou décrets, relatifs à la fois aux valeurs françaises et aux valeurs étrangères, ont, pour les unes comme pour les autres, prescrit les mêmes dispositions concernant tant les faits d'émission ou de mise en souscription que ceux de négociation ou d'exposition en vente.

C'est pourquoi, cette double division du marché financier, d'abord en émission et en circulation des titres, ensuite en une section française et en une section étrangère, présente pour le moins cet intérêt de faire ressortir que toute politique à l'égard du marché financier ne peut être toujours indistinctement pratiquée à l'égard de chacun des éléments qui le composent.

Les mêmes mesures, en effet, ne devront pas nécessairement s'appliquer à la fois aux faits d'émission ou de circulation. Elles ne pourront peut-être pas non plus toujours convenir simultanément à l'une ou à l'autre de ces deux catégories de faits, selon qu'il s'agira de valeurs françaises ou de valeurs étrangères.

Et c'est ce qui justifie de ne pas seulement considérer la négociation des valeurs étrangères comme un élément particulier du marché financier auquel elle appartient en tant que fait de circulation, mais de la distinguer nettement comme telle tant des faits de circulation des valeurs françaises que des faits d'émission. *C'est cette distinction qui conduit à voir dans les achats et les ventes de titres étrangers constitutifs d'un marché de valeurs mobilières, tel que nous l'avons plus haut défini, un marché que l'on doit différencier du marché des valeurs françaises, malgré une organisation commune avec ce dernier.*

Organisation commune, en effet, car c'est en réalité à la Bourse de Paris que se négocient les valeurs étrangères, sans que pour celles-ci n'existent d'intermédiaires spécialisés ou de dispositifs propres, qui les distinguent des valeurs françaises.

Quelques rares titres étrangers peuvent être également traités en province, mais sans y donner lieu à marchés importants. Les négociations, qui s'effectuent depuis l'Armistice de juin 1940 à Lyon et à Marseille et qui sont assez actives, ne présentent qu'un caractère épisodique et il en sera parlé au cours de la sixième partie de cet ouvrage.

Il n'y a pas là une situation de droit, mais un état de fait, dont les raisons sont trop évidentes pour qu'il y ait lieu de les rappeler ici. Paris, au cours du XIX^e siècle, s'est affirmé comme le centre financier national. Il était donc naturel d'y voir traiter les titres représentatifs de placements ou d'emprunts effectués en France par l'étranger.

La Bourse de Paris, comme on le sait, comporte un marché officiel ou Parquet, sur lequel les affaires sont exclusivement traitées par l'intermédiaires d'Agents de change nommés par le Gouvernement, et un marché libre ou marché en banque, communément désigné sous le nom de « Coullisse » et dont les intermédiaires sont des courtiers groupés en un Syndicat Général des Banquiers en Valeurs. Ce marché libre se subdivise lui-même en un marché semi-réglémenté et en un marché dit « hors cote » où se traitent les valeurs non inscrites à la Cote des Agents de Change ni à celle du Syndicat Général précité (2).

(2) Il sera parlé au cours de la 6^e Partie de cette étude de la réorganisation des Bourses de Valeurs depuis l'Armistice de juin 1940. Comme on le verra, les marchés français de valeurs étrangères n'ont pas eu l'occasion de fonctionner encore dans ce cadre nouveau.

En raison des distinctions plus haut établies, l'on se trouve donc en présence de trois marchés français de valeurs étrangères ; puisqu'un marché est à la fois constitué par un courant d'affaires et par une organisation propre à en permettre l'activité normale, l'on doit considérer autant de marchés qu'il existe d'organisations différentes ou, dans un cadre commun, de compartiments particuliers.

CHAPITRE II

L'ORGANISATION DES TRANSACTIONS ET LA NEGOCIATION EN FRANCE DES VALEURS ETRANGERES

Ce n'est qu'au cours du xix^e siècle que les transactions sur valeurs mobilières prirent leur développement et leur importance actuelle. Mais, dès la plus lointaine origine des bourses et marchés de monnaies, d'espèces métalliques ou d'effets commerciaux, l'Etat intervint en vue d'organiser les transactions.

Si l'on fait abstraction des mobiles d'ordre monétaire, financier ou simplement fiscal, cette intervention s'est effectivement justifiée par la nécessité d'assurer aux transactions toute la facilité et la sécurité nécessaires, grâce à une réglementation appropriée, comme par exemple l'attribution d'un monopole à certains intermédiaires.

Mais, d'autre part, il fallait accepter le principe d'une liberté indispensable à la prospection constante de domaines financiers nouveaux et qui dépassait, par définition, le cadre de la réglementation établie.

C'est ainsi qu'à côté d'un marché officiel s'instaura, avec la tolérance des Pouvoirs Publics, un marché libre de caractère naturellement plus entreprenant.

Cette tolérance d'ailleurs varia selon les époques. Mais l'on peut dire, de façon générale, qu'elle s'exerça

dans la mesure même où l'activité du marché libre pouvait faciliter le placement des emprunts publics ou favoriser le développement économique.

Bien que cette politique fût déjà pratiquée sous l'Ancien Régime et notamment à la fin de la Monarchie, l'on se bornera à rappeler brièvement ce qu'elle fut au siècle dernier et ses conséquences quant à l'introduction et la négociation en France des valeurs étrangères.

*
**

La loi du 19 mars 1801 (28 Ventôse, an IX) permit au Gouvernement de créer des bourses et de désigner des agents de change ayant seuls le droit d'exercer la profession. L'arrêté du 16 juin 1802 confirma ce privilège et l'article 76 du Code de Commerce en 1807 le consacra définitivement.

Est-ce à dire qu'il ne devait plus y avoir de marché libre ou que ce marché, s'il parvenait à fonctionner, ne bénéficierait plus d'aucune tolérance ? Nullement.

Des particuliers, agissant pour leur compte, procuraient aux agents de change la contre-partie d'opérations à terme sur les rentes françaises, opérations dont la validité demeura contestée jusqu'à la loi de 1885. Tel est le point de départ, telle est l'origine de ce qui, par la suite, devait devenir la Coulisserie des Rentes françaises.

Bientôt, en effet, ces spéculateurs professionnels eurent, peu à peu, tendance à jouer surtout le rôle d'intermédiaires. Sous la Restauration, ils constituèrent entre eux, spécialement pour les Rentes dont les émissions furent alors très importantes, un marché distinct du

marché officiel. Malgré les protestations des Agents de Change, le Gouvernement ne prit aucune mesure pour la défense du monopole, car d'une part, les négociations en Rente, faites par l'intermédiaire des courtiers libres, l'étaient à peu près exclusivement à terme, ce qui était alors contesté et, d'autre part, M. DE VILLÈLE considérait, comme le fera plus tard, au lendemain de 1870, le Gouvernement de la Troisième République, que le marché à terme des Rentes était utile au classement des emprunts publics, donc au crédit de l'Etat.

Ces intermédiaires libres, utiles au crédit de l'Etat, devaient être aussi tolérés comme contribuant, de façon importante, au point de vue financier, à la naissance et au développement, au cours du XIX^e siècle, de l'industrie et du commerce.

A partir de 1836 se constitua le réseau ferré français et des promesses d'actions étaient émises, qui demeuraient conditionnelles tant que l'adjudication de la concession n'était pas accomplie. Or les agents de change ne pouvaient légalement traiter ces promesses d'action, que les courtiers libres, par contre, négocièrent en quantité considérable, facilitant ainsi l'investissement de l'épargne française dans les entreprises de chemins de fer.

De plus, ces courtiers, non seulement intermédiaires, mais encore spéculateurs professionnels et hommes d'affaires, ne craignaient pas les innovations hardies et savaient au besoin assumer des risques importants. Ils contribuèrent ainsi à répandre dans le public le goût des valeurs industrielles, alors à leur début. Marché libre et marché officiel collaborèrent d'ailleurs au développe-

ment économique, les courtiers libres, appelons-les maintenant les coulissiers, représentant pour les agents de change des possibilités illimitées de contre-partie.

Enfin, ce fut aux coulissiers surtout qu'il appartenait d'introduire en France et de négocier les valeurs étrangères du fait des restrictions à cet égard frappant le marché officiel, et c'est, pour une part importante, par le marché libre que les capitalistes français s'initièrent aux placements à l'étranger.

Coulisse des rentes du fait de l'interdiction des marchés à terme, coulisse des promesses d'actions de chemins de fer, des valeurs industrielles et des valeurs étrangères par suite des restrictions légales et du caractère entreprenant des intermédiaires et des spéculateurs professionnels, le marché libre, au cours du xix^e siècle, a donc pris, malgré son illégalité de principe, un magnifique essor.

*
**

Etre toléré, ce n'est pas être reconnu comme ayant droit de cité. De là les démêlés épiques entre le marché libre et le marché officiel jusqu'à la fin du xix^e siècle ; de là, les difficultés sans cesse renaissantes de la coulisse, dont l'activité s'exerçait en marge des lois. Non seulement, au marché libre, se traitaient des opérations encore illégales comme les opérations à terme, par exemple, mais encore se négociaient des valeurs inscrites à la Cote du Parquet. Donc, « l'exception de jeu » jusqu'à la loi de 1885 autorisant les contrats à terme ou « l'exception de coulisse » fondée sur le principe même du monopole des agents de change, pouvaient être avec

succès, et étaient, en fait, invoquées devant les tribunaux par les clients de mauvaise foi pour se soustraire à leurs engagements envers le courtier libre.

D'autre part, lorsqu'en 1859, la Compagnie des Agents de Change intenta à vingt-six coulissiers un procès en immixtion dans le but de faire trancher la question même de l'existence de la Coullisse, la réponse de l'autorité judiciaire fut que la tolérance administrative ne conférait pas le caractère légal à ce qui est contraire à la loi. De fait, les Coulissiers furent condamnés et le marché libre ne devait se relever de cette défaite qu'au lendemain de la guerre de 1870, grâce au rôle important qu'il joua pour le classement des emprunts de libération du territoire.

Les arguments avancés par les Coulissiers avaient été notamment que les marchés à terme étaient interdits aux Agents de Change, que les opérations des Coulissiers étaient tolérées par l'Administration, que les Agents de Change avaient des relations d'affaires avec les coulissiers et ne pouvaient les poursuivre, etc... (1).



L'illégalité du marché libre était donc démontrée et proclamée. Son activité, cependant, à l'abri de la tolérance gouvernementale, ne cessait de s'accroître.

Cette tolérance devait aller jusqu'à une reconnaissance légale implicite. La loi du 28 avril 1893, en effet, instituait l'impôt sur les opérations de Bourse et char-

(1) J. Buisson, *Le Privilège des Agents de Change*. Thèse, Paris, 1939, p. 116.

geait les coulissiers, au même titre que les agents de change, d'en être les collecteurs.

La jurisprudence elle-même admettait de son côté d'accorder quelques garanties aux Coulissiers à l'égard de leur clientèle.

Ainsi protégée, la Coulisse allait étendre encore le champ de son activité. *L'année 1894 marqua l'introduction en France, par ses soins, des valeurs minières du Transvaal.* A ce moment, le marché libre devait atteindre son apogée. De 1893 à 1895, l'impôt de bourse produisit un total de 35.596.000 francs dont 22.130.167 francs pour les coulissiers et 11.758.542 francs seulement pour les agents de change et 1.707.291 francs pour les divers parquets de province.

Les agents de change s'émurent de cette situation et réclamèrent des Pouvoirs Publics une réorganisation du marché, nécessaire à l'exercice normal de leur monopole.

Cette réorganisation devint alors d'autant plus facile à obtenir que *la spéculation excessive sur les valeurs de mines d'or allait déterminer, en 1895, une crise boursière des plus graves.* On en était parvenu à ce point de revirement où la politique de simple tolérance envers le marché libre était devenue insuffisante en présence d'un mouvement d'affaires devenu supérieur à celui du marché officiel.

L'exacte portée du monopole des Agents de Change devait tout d'abord être précisée. Au cours de la discussion du budget de 1898, fut prise en considération une proposition de MM. LACOMBE et FLEURY RAVARIN (le premier s'étant rallié au second), ayant pour but d'amender

la loi de 1893 sur l'impôt de Bourse et ainsi conçue :
« Quiconque fait commerce habituel de recueillir des
« offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à
« toute réquisition des agents de l'Enregistrement, lors-
« qu'il s'agit de valeurs *cotées*, représenter les borde-
« reaux des Agents de Change, ou faire connaître les
« numéros et la date des bordereaux, ainsi que le nom
« des agents de qui ils émanent, et, s'il s'agit de valeurs
« *non admises à la Cote Officielle*, acquitter personnel-
« lement le montant des droits ».

Cet amendement fut voté et devint la loi du 13 avril 1898, qui portait un coup très rude à la Coullisse, en l'écartant, d'une manière absolue, de la négociation des valeurs admises à la Cote officielle. Toutefois, malgré la généralité même des termes de la loi, la coullisse des rentes fut maintenue de par la volonté même du Ministre des Finances, qui jugeait sa conservation indispensable à la bonne tenue du crédit public. Néanmoins, elle était mise en tutelle, puisque le Parquet devait intervenir pour délivrer un bordereau relatif à l'opération effectuée par des coulissiers directement entre eux.

Ayant précisé et limité l'activité du marché libre, il convenait de plus de modifier l'organisation du marché officiel et de l'adapter aux besoins nouveaux. Trois décrets en date du 29 juin 1898 modifièrent le statut des Agents de change, portèrent leur nombre de 60 à 70, réduisirent le tarif des courtages et *instituèrent la solidarité*, solidarité d'ailleurs restreinte à un double point de vue, comme ne s'appliquant qu'aux Parquets comportant plus de 40 Agents de change et se limitant au montant de la valeur des charges, telle qu'elle ressort des

dernières cessions, et à celle du fonds commun et des cautionnements.

*
**

Comment allait réagir le marché libre, par suite de cette réglementation nouvelle ? En présence de ce renforcement du marché officiel et des garanties nouvelles qu'il était ainsi appelé à offrir à la clientèle, il y avait lieu, pour la Coulisse, de se réglementer elle-même et de tendre à plus de cohésion. Cela lui était possible puisque les limites de son activité lui étaient maintenant légalement imparties.

Deux Syndicats se formèrent, conformément à la loi de 1884 : le Syndicat des Banquiers en Valeurs au comptant près la Bourse de Paris et le Syndicat des Banquiers en Valeurs à terme près la Bourse de Paris. Des règlements concernant les opérations traitées furent établis ; des statuts prescrivirent de sévères conditions d'admission. Une cote journalière fut éditée. L'admission des valeurs à cette cote fut soumise à des règles assez semblables à celles en vigueur au Parquet.

Mais les membres de ces deux Syndicats ne pratiquant plus que des négociations sur valeurs non inscrites à la Cote officielle, et comme les bonnes valeurs de ce genre étaient rares, la Coulisse, comme le Parquet avant 1878, végéta à son tour, tandis que les Agents de change ployaient sous le faix de leur propre victoire et se trouvaient débordés (2). C'est alors que M. CAILLAUX,

(2) Tandis que le nombre des Agents de change était resté sensiblement stationnaire, la valeur nominale des titres inscrits à la Cote officielle était passée de 9 milliards de francs au 31 décembre 1851 à 130 milliards au 31 décembre 1902.

Ministre des Finances, provoqua entre Coulissiers et Agents de change des pourparlers qui aboutirent à un *modus vivendi* le 13 février 1901 d'après lequel les Coulissiers étaient autorisés à exercer leur activité sur les valeurs du Parquet, non comme négociateurs directs, mais comme remisiers des agents de change, une partie du courtage sur les opérations venues par leur intermédiaire leur étant attribuée.

Malgré cette amélioration de son sort, *la Coulisse* allait chercher par tous les moyens à enrichir sa cote et c'est ce qui la tourna vers les valeurs étrangères dont l'acclimatation en France devint peu à peu sa spécialité.

Mais la réglementation qu'elle s'était imposée elle-même, sous la pression des circonstances, allait donner naturellement naissance à un nouveau marché libre où devaient se négocier les valeurs qui n'étaient admises ni à la Cote officielle ni à celle de l'un des deux Syndicats de Banquiers en Valeurs.

Ce marché « hors cote » ne comporta, à l'origine, évidemment aucune organisation. Ses valeurs étaient négociées entre Coulissiers syndiqués ou courtiers indépendants. Jusqu'à la guerre de 1914, les transactions sur ce marché furent assez réduites. Mais après la guerre, les affaires qui s'y traitèrent prirent une telle ampleur, ainsi que la spéculation à laquelle elles donnèrent lieu, qu'après une ébauche d'organisation tentée par le Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant, mais contrariée en 1927 par un scandale financier (3), les Pouvoirs Publics s'en inquiétèrent et que, en 1929, sous les auspi-

(3) Affaire Rochette.

ces de M. CHÉRON, Ministre des Finances, il fut procédé à une réglementation du marché « hors cote » qui, tout en respectant la liberté des transactions, s'efforçait d'en assurer la sécurité et le contrôle.

Il est intéressant de remarquer, comme le fait M. MOREAU-NÉRET (4), que cette évolution du marché « hors cote » vers une organisation régulière, rappelle l'histoire de la Coullisse elle-même, « ce qui montre qu'un « marché de valeurs mobilières ne peut fonctionner de « façon satisfaisante tant qu'il demeure absolument « libre » ; mais nous dirons plutôt : *tant qu'il est privé d'une organisation adéquate à son mouvement d'affaires.*

Il y a lieu aussi de noter l'influence de l'organisation des transactions sur l'orientation de l'épargne vers telle ou telle nature de placements.

(4) *Les Valeurs Mobilières*, tome II, p. 92.

CHAPITRE III

NATURE, ROLE ET IMPORTANCE DES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

De l'historique qui précède, il apparaît que les Pouvoirs Publics en France n'ont pas cru devoir imposer une organisation particulière aux marchés de valeurs étrangères.

Ceux-ci se confondent, en effet, avec les marchés de valeurs françaises. Nous avons indiqué plus haut (1) les raisons pour lesquelles nous les en distinguons néanmoins.

L'on appréciera plus loin la politique de l'Etat à cet égard ; il convient, au préalable, d'étudier, telles qu'elles résultent des faits qui viennent d'être rappelés, la nature, la fonction et l'importance respectives des marchés français de valeurs étrangères.

*
**

Puisqu'il y a autant de marchés de valeurs étrangères que de marchés de valeurs mobilières où se traitent des valeurs étrangères, l'on doit considérer, si l'on fait abstraction des rares transactions effectuées sur titres étrangers aux Bourses de province, qu'il existe :

(1) Voir *supra*, 2^e partie, chap. 1^{er}, *in fine*.

1° le marché officiel des valeurs étrangères, au Parquet ;

2° le marché en banque des valeurs étrangères ;

3° le marché hors cote des valeurs étrangères.

Ces trois marchés se situent, en effet, chacun dans le cadre de la division tripartite du marché parisien des valeurs mobilières, à savoir : Parquet, Coulisse et « hors cote », telle qu'elle a résulté des faits rappelés au chapitre précédent.

Ces faits constituent, d'ailleurs, moins l'historique d'une politique d'organisation du marché que celle d'une division du travail, qui s'est peu à peu précisée, sous la pression de l'évolution économique et financière.

*
**

Le nom même de « Marché en Banque » donné par extension à l'ensemble du marché libre, indique le caractère des intermédiaires qui y effectuent des transactions. Ceux-ci ne bornent pas, en effet, leur activité à celle de simples courtiers, telle qu'elle est définie par l'article 85 du Code de Commerce (2). Ils sont donc susceptibles non seulement d'agir pour leur propre compte et de participer à des opérations de placement et d'émission, mais encore, en en prévenant leurs donneurs d'or-

(2) ART. 85 du Code de Commerce : « Un agent de change ou courtier ne peut, dans aucun cas et sous aucun prétexte, faire des opérations de commerce ou de banque pour son compte.

« Il ne peut s'intéresser directement, ni indirectement, sous son nom, ou sous un nom interposé, dans aucune entreprise commerciale. »

dre, de se porter contre-partie par voie de cession directe (3).

L'on a vu, au cours du chapitre précédent, le rôle que les banquiers en valeurs ont été ainsi à même de jouer, tant comme contre-partie des opérations effectuées par l'intermédiaire des Agents de Change, qu'à titre de spéculateurs professionnels, grâce notamment à l'institution de ces syndicats financiers, dont on a dû tant de mal, souvent avec raison, mais qui n'en ont pas moins contribué au classement en portefeuille d'excellentes valeurs et au maintien de leurs cours, en dépit de circonstances momentanément défavorables.

Son activité n'étant à l'abri d'aucun privilège et s'étant fréquemment exercée en marge d'une réglementation souvent en retard sur l'évolution économique ou financière de l'heure, le marché libre présente un caractère à la fois dynamique et prospecteur.

Cet aspect prospecteur du marché libre s'est vérifié notamment lorsque celui-ci s'est peu à peu spécialisé dans l'acclimatation des valeurs étrangères sur la place de Paris et particulièrement, comme on l'a vu, quand au lendemain de l'amendement FLEURY RAVARIN de 1898, la Coudisse, restreinte aux valeurs non cotées par le Parquet, se tourna vers la négociation des titres étrangers.

Maïs l'activité prospectrice du marché libre, en matière de valeurs étrangères, n'eut pas pour seule cause

(3) L'art. 9 du « Règlement fixant les clauses et conditions des opérations traitées par l'intermédiaire des Membres du Syndicat Général des Banquiers en Valeurs » précise que le Banquier « a le droit d'appliquer par lui-même les affaires avec des correspondants, des professionnels ou des clients fréquentant habituellement la Bourse ; dans ce cas, la lettre d'avis devra porter la mention : « opérations arrêtées directement entre nous.... »

les obstacles d'ordre réglementaire. Ou plutôt, elle fut déterminée par des courants financiers auxquels, elle-même, elle permit de contourner ces obstacles. La loi du 31 mai 1916, que l'on aura l'occasion d'étudier plus loin, restreignait gravement la négociation des valeurs étrangères. Malgré cette loi, toujours en vigueur, des titres étrangers tels que les actions Shell Transport, Royal Dutch, etc... furent acquis « hors cote » au lendemain de la guerre de 1914-1918, par une épargne inquiète de la crise du franc, et cela, grâce notamment à l'activité d'arbitragistes en relations d'affaires avec les principaux marchés du monde.

L'on verra plus loin comment ces introductions clandestines de titres étrangers furent possibles. Marquons simplement qu'elles s'effectuèrent sur celui des trois marchés français de valeurs étrangères qui constitue l'avant-poste de cette prospection financière, dont le marché libre s'est peu à peu fait une spécialité.

*
**

Le marché « hors cote » des valeurs étrangères est né, comme on l'a vu, de la réglementation que s'était imposée la Coullisse ; *il constitue le véritable banc d'essai du Marché financier*, en ce sens que par l'intermédiaire principalement des banquiers en valeurs, mais également de banquiers ou de courtiers, s'y traitent toutes les valeurs ne figurant ni sur la Cote Officielle, ni sur la Cote du Syndicat Général des Banquiers en Valeurs.

Les négociations qui s'y effectuent engendrent ou non le « courant d'affaires » constitutif d'un marché.

Ceci a permis un certain nombre de ces introductions de valeurs étrangères en fraude de la loi de 1916 et auxquelles il était fait allusion plus haut. En effet, l'on pouvait invoquer le fait d'opérations isolées, sans que pareille allégation risquât d'être démentie par l'inscription et la publication régulières d'un ou plusieurs cours. Peu à peu, les titres se classaient en portefeuille et leur inscription à une cote journalière devenait une nécessité devant laquelle les Pouvoirs Publics ne pouvaient que s'incliner par la suite.

Cependant, banc d'essai des valeurs préalablement à l'existence d'un courant d'affaires justifiant ou permettant leur cotation régulière, « no mans land » susceptible d'échapper à certaines réglementations, le marché « hors cote » des valeurs étrangères est aussi *le lieu de rencontre naturel des professionnels en quête de valeurs nouvelles*, encore insuffisamment connues du public pour permettre des transactions nourries et régulières.

Il y a *prospection* dans la mesure où ces professionnels tentent de négocier des titres souscrits ou achetés à l'étranger, nouent des relations avec les sociétés émettrices et leur procurent des actionnaires nouveaux susceptibles de devenir un jour des souscripteurs prioritaires à de nouvelles émissions. Peu à peu se dessine un mouvement régulier de transactions et d'échanges financiers ; bientôt un lien international nouveau se crée d'une place à une autre. Quand ce lien est suffisamment fort, lorsque le rythme des affaires a pris l'ampleur nécessaire, des cotations régulières peuvent être envisagées, et les valeurs en faisant l'objet pourront être traitées sur le marché en banque ou au Parquet.

Cette prospection, en principe, implique des risques que peuvent seuls courir des professionnels avertis, capables de réunir une documentation précise, ayant dans les milieux financiers étrangers de solides relations, présentant des garanties sérieuses, et sachant enfin préférer à un gain immédiat et hasardeux des opérations profitables pour tous.

Or ce fut loin d'être toujours le cas et si maints établissements ou courtiers sérieux remplirent utilement le rôle financier qui vient d'être défini, trop nombreux, hélas, contribuèrent à justifier le nom de « jungle » par lequel fut parfois désigné le marché « hors cote ».

Nous avons dit que, sous la pression du Ministre des Finances, en 1929, une certaine réglementation du « hors cote » fut assurée par le Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant (4) ; mais elle ne visa pas particulièrement les valeurs étrangères, malgré le caractère spécial et le plus grand risque des négociations auxquelles elles donnent lieu. Nous jugerons plus loin cette attitude des Pouvoirs Publics. Bornons-nous à indiquer ici que cette réglementation tomba vite en désuétude.

*
**

Si nous nous sommes étendus quelque peu sur le rôle du marché « hors cote », c'est parce qu'il importait de mettre en lumière le mécanisme d'introduction progressive des valeurs sur un marché, car ce mécanisme est essentiel en matière de valeurs étrangères.

(4) Circulaire N° 2.873, en date du 21 janvier 1929, du Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant, relative à certain mode de cotation, au dépôt de dossiers relatifs aux valeurs traitées, à la limitation d'amplitude des variations de cours, au relevé des offres et des demandes, etc...

Quelle que puisse être, en effet, la réglementation appliquée par les Pouvoirs Publics, ce fait demeurera constant de négociations d'effets ou titres nouveaux et particulièrement étrangers, issues de rapports économiques ou de phénomènes monétaires nouveaux, donnant lieu, tout d'abord, à des affaires de caractère sporadique et, partant, susceptibles d'échapper aux règlements les mieux établis.

Aussi bien, clandestines ou tolérées, ces négociations, lorsqu'elles seront suffisamment fréquentes, pourront alors donner lieu à cotations régulières et périodiques et être traitées au marché en banque, où leur ampleur et leur nombre permettront d'atteindre une plus large clientèle.

Cette deuxième phase de l'introduction progressive des valeurs étrangères est celle de leur *acclimatation*, c'est-à-dire de la connaissance qu'en prend peu à peu le public, de l'adaptation de leur cours au niveau monétaire et financier français et enfin de leur classement en portefeuille.

C'est ainsi que les négociations sur valeurs étrangères pourront atteindre alors un troisième stade, qui sera celui de l'officialité du Parquet, la tolérance des Pouvoirs Publics se muant en une reconnaissance de droit.

*
**

Opposé au « hors cote » et au marché en banque, le marché officiel des valeurs étrangères risque d'apparaître à l'égard de ces dernières, lorsqu'elles viennent à

y être traitées, comme une simple consécration susceptible d'accroître leur diffusion dans le public.

La qualité d'officier ministériel que présentent les intermédiaires du Parquet, leur solidarité dûment cautionnée, la réputation et le crédit dont ils jouissent, constituent certes autant de motifs de confiance capables d'attirer une clientèle jusque-là réfractaire.

Mais en cela seul ne saurait se définir le rôle du marché officiel, quant à la négociation des valeurs étrangères, à telle enseigne que certains titres et particulièrement des titres étrangers, passant de la Cote de la Coulisse à celle du Parquet, ont vu leur courant d'affaires diminuer dans de très sensibles proportions et partant leur cours s'effriter de même. Ce fait peut s'expliquer ainsi : les valeurs en question faisaient l'objet au marché en banque de transactions importantes, les Coulissiers dont la Cote est moins encombrée que celle du Parquet, ayant un intérêt personnel à créer le plus large mouvement d'affaires possible. Passant au Parquet, ces mêmes valeurs s'étiolèrent, s'immobilisèrent, car elles s'y trouvèrent noyées dans une masse énorme de titres, jouissant d'une notoriété qu'elles n'avaient pas encore acquise.

C'est pourquoi l'on doit considérer que, si le marché libre est avant tout un marché de prospection et d'acclimatation, tel que nous l'avons indiqué plus haut, *le marché officiel des valeurs étrangères est avant tout celui des titres suffisamment connus du public*, ayant fait l'objet d'un classement en portefeuille assez large, pour qu'ils puissent être normalement échangés sans l'intervention constante d'une spéculation, agissant à la façon d'un régulateur de l'offre ou de la demande.

Par conséquent, si le passage d'une valeur au Parquet résulte légalement de l'exercice par les Agents de Change de leur privilège, il ne faut pas perdre de vue que *cette transplantation d'un marché sur un autre doit aussi répondre à certaines conditions financières déterminées.*

Ces conditions sont naturellement aussi celles dont la réalisation est nécessaire à l'introduction directe au Marché officiel de valeurs étrangères préalablement émises en France. Ces émissions donnent lieu à une publicité dont un des points importants est précisément l'assurance de la négociabilité des titres souscrits.

Il arrive toutefois assez fréquemment que ceux-ci ne soient pas négociables au Parquet dès leur souscription, soit parce que non encore entièrement libérés, soit parce que n'ayant pas encore fait l'objet d'admission par la Chambre Syndicale des Agents de Change. C'est alors « hors cote » que ces titres pourront être échangés et ces premières opérations constitueront souvent des indications utiles, dont il devra être tenu compte lors de l'introduction sur le marché officiel.

*
**

Ayant défini la nature et le rôle de chacun des marchés français de valeurs étrangères, il reste à indiquer leur importance respective. *Celle-ci constitue, par principe, une donnée relative; elle ne peut donc s'exprimer qu'au moyen de comparaisons, établies à la fois dans l'espace et dans le temps, c'est-à-dire d'abord à propos de chacun des marchés les uns par rapport aux autres,*

et ensuite en relation avec le mouvement d'investissement des capitaux français à l'étranger et l'organisation des transactions.

Mais l'estimation que permettent ces comparaisons n'a de chance d'être complète que si celles-ci sont elles-mêmes situées dans le cadre général du marché financier. Aussi, leurs données devraient-elles, pour cela, être rapprochées du chiffre total des valeurs en portefeuille, d'une part et, d'autre part, de celui des valeurs émises, compte tenu des valeurs amorties — et cela à divers moments convenablement choisis.

De la sorte, l'on serait susceptible de connaître, en premier lieu, dans quelle mesure l'épargne française a profité, à des époques déterminées, des possibilités d'investissement à l'étranger qui lui furent offertes par les marchés nationaux de valeurs étrangères, et, en second lieu, la capacité de placement de ces marchés.

L'on ne dispose pas, hélas, de renseignements suffisants pour se livrer à de telles recherches. Pas plus la Statistique générale de la France que l'Association des porteurs français ne présentent leurs chiffres de façon à permettre des comparaisons précises (5) et surtout capables d'être utilisées selon la méthode d'appréciation qui vient d'être définie.

Toutefois, c'est selon l'esprit de cette méthode que nous allons tenter de donner une idée, certes très approximative, de l'importance des marchés français de valeurs étrangères.

Il faut noter qu'il n'est possible de donner aucune indication concernant le marché « hors cote » des valeurs

(5) Moreau-Neret, *Les Valeurs Mobilières*, tome II, page 316.

étrangères et qu'en ce qui regarde le Marché en Banque, ce n'est qu'en 1898 que furent fondés les deux Syndicats de Banquiers en Valeurs, et à partir de ce moment seulement que put s'y constituer une documentation précise.

Ajoutons, enfin, que les indications numériques qui vont suivre constituent à la fois illustration et démonstration des chapitres précédents de cette étude.

Voici, tout d'abord, un tableau comparatif de l'importance respective des marchés français de valeurs étrangères. Leurs chiffres sont rapprochés, d'une part, de ceux des marchés de valeurs françaises correspondants, d'autre part, du portefeuille français en valeurs étrangères et françaises. L'on a dû à la fois choisir certaines dates importantes de l'histoire financière des cent dernières années et utiliser les évaluations effectuées à des moments correspondants, mais non absolument identiques.

Ce tableau permet de vérifier certaines des indications précédemment fournies dans cette étude. L'effort du Marché en Banque en vue de la prospection et de la cotation de valeurs étrangères, lors de la confirmation du monopole des Agents de Change (1898), fait passer de 7,9 milliards en 1900 à 29,4 milliards le chiffre de ces valeurs inscrites à sa cote ; puis ce chiffre, allant grandissant, finit par dépasser celui du marché officiel en valeur nominale, et à s'en rapprocher de très près en valeur effective (cours de négociation au 31 décembre), après la guerre de 1914-1918.

On constate également que cet effort prospecteur du marché en banque a pour résultat une augmentation

TABLEAU COMPARATIF
de l'importance respective des marchés français
de Valeurs étrangères
(en milliards de francs)

Années	Montant nominal des Valeurs étrangères inscrites		Portefeuille français (évaluation de Neymark)		Montant nominal des Valeurs fran- çaises inscrites	
	à la Cote du Marché du Parquet (6)	à la Cote du Marché en Banque (7)	valeurs étran- gères	valeurs fran- çaises	à la Cote du Marché du Parquet (6)	à la Cote du Marché en Banque (7)
1851	1,6				7,7	
1861	5				18	
1869			10	23		
1880	39,7		15	41	44,2	
1891	62		20	54	57,8	
1900	67,4	7,9				0,7
1902			26	65		
1912			41	69		
1913	81,5	29,4			66,8	1,3
1933	92,6	69,7			383	7,4
1934			79 (8)	359 (8)		
1938	90	138,8			444,6	6,6
	valeur effective (cours de négociation)				valeur effective (cours de négociation)	
1937	166				378	
1938		136				10,9

(6) Evaluation établie et communiquée par la Chambre Syndicale des Agents de Change près la Bourse de Paris.

(7) Evaluation établie et communiquée par le Syndicat Général des Banquiers en Valeurs près la Bourse de Paris.

(8) Evaluation de M. Jacob, Syndic de la Compagnie des Agents de Change, donnée au Congrès de l'Epargne en décembre 1934.

beaucoup plus rapide des titres inscrits à sa Cote que celle des titres inscrits à la Cote du Parquet, tant avant 1914 qu'au lendemain de la guerre.

L'on s'aperçoit encore de l'importance de chacun des marchés de valeurs étrangères par rapport au marché de valeurs françaises correspondant : le marché en banque est véritablement le marché spécialisé de valeurs étrangères.

Enfin, l'on constate que l'épargne a profité de façon à peu près croissante des possibilités d'investissement que lui offraient les marchés français de valeurs étrangères, et cela dans les mesures suivantes :

1900 :	30 %	en portefeuille des titres inscrits,	
1913 :	38 %	—	—
1933 :	50 %	—	—

Cette progression correspond d'ailleurs aux dépréciations successives de la monnaie (9).

L'on pourrait faire d'autres remarques, notamment en ce qui concerne la double proportion, d'une part, entre les valeurs étrangères et les valeurs françaises détenues en portefeuille, et d'autre part, entre les unes et les autres de ces valeurs inscrites sur chacun des marchés aux différentes époques. Marquons simplement en passant l'intérêt de tels rapprochements dont les conclusions dépasseraient d'ailleurs le cadre de cette étude.

Il est une autre série de comparaisons, qui peuvent permettre d'estimer *la capacité de placement des marchés de valeurs étrangères*, c'est-à-dire la proportion dans laquelle les investissements en France de capitaux

(9) Voir *supra*, 1^{re} partie, chapitre III.

à l'étranger se sont effectués soit par achat en Bourse, soit par souscription à des émissions.

Malheureusement, il est ici plus difficile d'arriver à des appréciations numériques, faute de statistiques précises. Il y a lieu de remarquer, en effet, que ces dernières ne font jamais la distinction entre émissions et introductions en Bourse, les chiffres des unes et des autres étant toujours totalisés. De plus, si pour les émissions d'emprunts étrangers en France l'on possède des indications assez exactes, en ce qui concerne les actions il n'en va pas de même (10). Enfin l'on n'ignore pas que, fréquemment, les émissions étrangères font l'objet d'une prise ferme par des Banques, celles-ci procédant ensuite à l'introduction en Bourse des titres souscrits.

Toutefois, pour le moins à titre d'exemple, nous donnons ci-contre un tableau comparatif des titres introduits directement et des titres introduits après émission préalable, sur le marché en banque des valeurs étrangères. Les chiffres qui suivent ont été établis spécialement pour cette étude par les services du Syndicat Général des Banquiers en Valeurs.

Le chiffre des émissions est ici donné dans le but de constituer une base d'estimation. Il représente en soi un montant vraisemblable, mais non rigoureusement exact (11). Il résulte, en effet, d'approximations successives. On remarque, une fois de plus, à propos des indi-

(10) Il n'est pas de commune mesure, en effet, entre les chiffres donnés par les notices insérées au *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* et la réalité du placement ou de l'introduction en Bourse (émission totale, émission sur le marché français, titres souscrits).

(11) Moreau-Neret, *op. cit.*, tome II, pp. 316 et suivantes.

MARCHÉ EN BANQUE
Introductions directes et introductions après émission
(montant nominal en millions de francs)

Dates	Valeurs directement introduites sur le Marché			Valeurs introduites après émission			Total des émissions étrangères (Annuaire de la Statistique Génér. de la France)
	Emprunts de collectivités publiques	Emprunts de collectivités privées	Actions et parts	Emprunts de collectivités publiques	Emprunts de collectivités privées	Actions et parts	
Au 1 ^{er} Janvier 1900	1.082	518	1.432	1.627	3.070	169	
De 1900 à 1914	12.985	734	4.641	1.111	857	482	50.000 environ

cations chiffrées ci-contre, le caractère prospecteur du marché en banque, sur lequel les introductions directes dépassent de beaucoup les introductions après émission.

L'on peut enfin se livrer à une troisième série de comparaisons relatives à l'importance des marchés, en rapprochant les montants respectifs des titres étrangers qui y furent introduits à des époques déterminées.

TABLEAU COMPARATIF
des montants nominaux globaux des valeurs étrangères
introduites au Marché Officiel et au Marché en Banque

DATES	MARCHÉ OFFICIEL (12) (en millions de francs)	MARCHÉ EN BANQUE (en millions de francs)
1900 à 1914	29.974	20.810
1914 - 1918	115	—
1930 - 1932	13.550	3.439
1934 - 1936	4.706	2.760

Il ne faut pas oublier, en considérant les chiffres de ce tableau, que le marché officiel puise au marché en banque une part importante de ses valeurs étrangères. Le montant des introductions effectuées au Parquet comprend donc des titres antérieurement prospectés, acclimatés et introduits par le marché libre.

L'on pourrait encore chercher à comparer la souplesse respective de chacun des marchés de valeurs étrangères, en y calculant la vitesse de circulation des titres. Pour cela, il serait nécessaire de connaître le nombre de titres traités chaque jour sur l'un et l'autre marché, pour des valeurs déterminées dont on connaîtrait,

(12) Sans tenir compte des radiations.

d'autre part, le coefficient de classement en portefeuille par rapport au chiffre global d'émission.

Mais, faute de statistiques nécessaires, nous ne saurions entreprendre ici semblables recherches. Marquons simplement, à ce propos, l'obligation pour un gouvernement qui veut véritablement suivre l'activité des marchés et connaître leur importance et leur rôle propres, d'instituer un contrôle susceptible de fournir des données numériques certaines ; grâce à elles, il pourra prendre ses décisions en connaissance de cause.

CHAPITRE IV

D'UNE ORGANISATION PARTICULIERE AUX MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

Les marchés de valeurs françaises et les marchés de valeurs étrangères ont une organisation commune : mêmes intermédiaires, même lieu de réunion, mêmes disciplines générales.

L'on a vu, qu'organisant les transactions sur valeurs mobilières, les Pouvoirs Publics ne semblent pas avoir songé à prescrire une réglementation spéciale concernant la négociation des valeurs étrangères.

Cependant l'on ne doit pas se contenter ici d'un simple procès-verbal de carence ; il convient bien plutôt d'esquisser en quoi peut consister une politique d'organisation particulière aux marchés français de valeurs étrangères, afin d'apprécier l'attitude des Pouvoirs Publics à cet égard.

Pour cela, il est nécessaire de déterminer au préalable ce qu'est l'organisation d'un marché ; elle constitue, en effet, une notion assez floue qu'il serait bon de fixer en une définition conforme au critérium de « marché » établi plus haut (1), et qui résidait dans le fait « qu'à un moment déterminé, des titres sont offerts ou demandés, achetés ou vendus en assez grande quantité

(1) Voir *supra*, chap. 1^{er}.

« pour qu'il puisse être suscité, à leur propos, un véritable courant d'affaires, commandé par le libre jeu de l'offre et de la demande et dont résultent des cours portés à la connaissance des intéressés ».

Rapportée à un tel critérium, l'organisation d'un marché peut donc s'exprimer comme étant constituée par l'ensemble de ce qui contribue *matériellement* à l'existence et au développement d'un courant d'affaires, en assurant le libre jeu de l'offre et de la demande. Le caractère matériel de cette contribution signifie donc que ne relèvent du concept d'organisation du marché ni les conditions économiques et financières susceptibles d'être créées ou modifiées, ni la réglementation fiscale, ni la forme des titres, ni de façon générale, toutes les lois ou mesures issues de telle ou telle politique financière du moment.

Ainsi, l'organisation d'un marché se ramène-t-elle à quatre éléments essentiels :

- l'ensemble des intermédiaires,
- la réglementation des transactions,
- le lieu de réunion ou de correspondance,
- la liaison entre les intermédiaires et de ceux-ci avec leur clientèle.

Il y aurait donc organisation particulière des marchés de valeurs étrangères dans la mesure où l'organisation de ces derniers se distinguerait de celle des marchés de valeurs françaises par l'un au moins de ces quatre éléments.

Il convient donc d'examiner, à propos de chacun de ceux-ci, l'opportunité d'une telle distinction.



En ce qui concerne l'ensemble des intermédiaires d'un marché, il y a lieu de ne pas confondre ceux d'entre eux qui se chargent de l'exécution proprement dite des ordres de la clientèle, et ceux qui n'en assurent que la transmission. Seuls les premiers doivent être considérés comme constituant un des éléments de l'organisation d'un marché. En effet, l'activité des seconds relève de la gestion de portefeuille ou de la spéculation financière en général.

L'exécution des ordres d'achat ou de vente — de façon théorique du moins (2) — s'effectue au point idéal de rencontre des acheteurs et des vendeurs et, faute pour ces derniers de pouvoir se joindre, des intermédiaires ou courtiers acheteurs et vendeurs, agissant à titre de mandataires.

C'est par conséquent de ces derniers seuls qu'il s'agit ici. Convient-il donc qu'il y en ait parmi eux qui soient, à l'exclusion de tous autres, spécialisés dans les transactions sur valeurs étrangères ?

Avant de répondre à cette question, il faut remarquer que le rôle de ces intermédiaires n'est pas un rôle passif, mais doublement actif au contraire : au contact eux-mêmes avec la clientèle, ils se trouvent amenés à la conseiller et à orienter son choix ; et d'autre part, l'exécution des ordres qui leur sont donnés ou transmis sup-

(2) La pratique illicite, mais courante, des « applications » par les Etablissements de Crédit des ordres de leur clientèle déroge à cette règle, ceux-ci ne transmettant aux courtiers que les ordres qui ne peuvent être « répondus ». Ainsi, tous les ordres ne parviennent pas sur le marché et les cours risquent d'en être influencés d'autant.

pose parfois une prospection difficile, qui implique des relations, un crédit personnel, des moyens financiers adéquats.

Ce rôle actif des intermédiaires donne, par conséquent, tout son sens à la question posée de savoir si certains d'entre eux seulement doivent être spécialisés dans les transactions sur valeurs étrangères, et, comme tels, soit faire éventuellement l'objet d'un contrôle particulier de la part de l'Etat, soit être soumis à un statut déterminé.

Il apparaît de suite qu'étant donnée la composition de la fortune mobilière française, la mentalité moyenne de la clientèle française, de l'épargnant français, il serait difficile pour le moins de faire admettre au public qu'il doit s'adresser à des intermédiaires différents selon qu'il s'agit de négocier telle ou telle catégorie de valeurs. De son côté, le courtier, agent de change, banquier en valeurs ou professionnel du « hors cote », doit pouvoir être un conseiller éclairé et impartial ; limité aux transactions portant sur une seule catégorie de valeurs, il aura tendance, à la fois par ignorance et par intérêt, à n'orienter sa clientèle que sur les valeurs de sa spécialité, et à ne considérer l'arbitrage d'une catégorie de titres sur l'autre que comme un pis aller susceptible de détourner de lui un courant d'affaires profitables. A cela, l'on peut répondre qu'il conviendrait d'interdire aux courtiers d'accepter directement des ordres de clients particuliers, ceux-ci devant obligatoirement passer par des personnes ou des établissements agréés. Mais alors, on retirerait tout intérêt à la question posée. Si le rôle de l'intermédiaire devient purement passif, il ne le sera pas

seulement à l'égard des donneurs d'ordres, mais aussi des contre-parties que cet intermédiaire a reçu pour mission de rechercher, sans avoir toutefois le droit de les solliciter ! Réduits à n'être que de simples enregistreurs d'offres et de demandes, peu importerait que les intermédiaires fussent ou non spécialisés en valeurs étrangères. Mais précisément, ils exercent, par définition, une fonction beaucoup plus large, qu'ils ne peuvent véritablement pas remplir s'ils sont strictement spécialisés — et cela pour les diverses raisons qui viennent d'être brièvement évoquées.

Dans la mesure où les Pouvoirs Publics ont pu se poser la question de cette spécialisation des intermédiaires, leur attitude en l'espèce s'avère donc justifiée, qui a consisté à ne pas exiger que fût confiée à une catégorie de courtiers particulière la négociation de valeurs étrangères.

Mais cela ne revient pas à dire qu'il n'y a pas lieu de soumettre les intermédiaires auxquels peuvent être confiés des ordres sur valeurs étrangères à un statut particulier. La nature même des titres qu'ils traitent implique de leur part non seulement un certain crédit personnel, mais encore des moyens d'information, des connaissances professionnelles, des relations que sont loin de posséder toujours trop de courtiers, qui se trouvent ainsi peu à même d'assurer à leur clientèle, tant particulière que professionnelle, la bonne exécution des ordres transmis.

L'on a vu comment les banquiers en valeurs ont été amenés, à la fin du siècle dernier, à traiter principalement des valeurs étrangères, non tant par suite des

garanties particulières qu'ils pouvaient offrir au public que du fait de l'appauvrissement de leur cote en valeurs françaises et du courant d'investissement à l'étranger que suivirent alors les capitaux français surabondants et en quête d'emploi. L'on peut s'étonner que les Pouvoirs Publics n'aient pas conçu ni formulé, par une réglementation appropriée, le caractère d'intérêt public que présente la fonction exercée par ceux qui s'entre-mettent dans la négociation de valeurs étrangères, comme ils l'avaient fait à l'égard des courtiers d'effets publics, depuis l'époque des « changes royaux » jusqu'à nos jours.

*
**

Le second élément de l'organisation d'un marché est constitué par la réglementation des transactions, c'est-à-dire par l'ensemble des diverses modalités selon lesquelles elles peuvent être effectuées. Il s'agit, somme toute, de l'établissement de contrats-types, préalablement aux négociations elles-mêmes et selon lesquels celles-ci seront effectuées. Ces contrats-types règlent par avance les modalités de livraison et de paiement des titres, les échéances, le report éventuel de ces échéances, les conditions de résiliation des conventions passées, etc...

Cette réglementation résulte du droit commun, des usages de place, et des décisions des Chambres Syndicales intéressées, décisions homologuées par l'administration ou la jurisprudence.

Il ne saurait être question ici de rechercher à propos de chacun de ces points, même essentiels, s'il conviendrait que cette réglementation fût différente pour les

négociations de valeurs françaises et celles de valeurs étrangères.

Un exemple suffira à indiquer son importance et les raisons pour lesquelles les Pouvoirs Publics ne peuvent s'en désintéresser.

Cet exemple est constitué par l'échéance des contrats d'achat et de vente. Il est évident que les négociations peuvent prendre une ampleur toute différente selon qu'elles sont effectuées au comptant ou à terme et, dans ce dernier cas, selon l'échéance prescrite et sa date. Sur ce point, l'on doit indiquer que le passage d'une valeur de la cote du comptant à celle du terme n'est guère décidé par la Chambre Syndicale intéressée, sans l'agrément officieux du Ministère des Finances. Mais ce dont les Pouvoirs Publics ont moins semblé se soucier en ce qui concerne les valeurs étrangères, c'est qu'il s'établisse un certain rapport entre les échéances ou les délais de livraison de la Place de Paris et celles ou ceux des autres grands marchés internationaux, rapport qui soit conforme aux intérêts de la clientèle française, arbitragiste ou non, comme facilitant les transactions et non susceptible d'en fausser les cours (3).

C'est pourtant ce caractère international de tout marché de valeurs étrangères qu'il convient de ne jamais perdre de vue.

La réglementation des transactions sur valeurs étrangères, qui constitue un des éléments d'organisation de leurs marchés, doit être conçue de façon à ce que

(3) Alors qu'à l'exception des Fonds d'Etat, toutes les valeurs à Londres se traitent en liquidation de quinzaine, celle de ces valeurs cotées sur le Marché en Banque sont susceptibles de se négocier soit au comptant, soit en liquidation mensuelle.

puissent être cotés des cours en rapport non seulement avec la situation financière et monétaire nationale, mais aussi avec la valeur internationale des titres traités et notamment leur valeur au pays d'origine.

*
**

Les deux derniers éléments de l'organisation des marchés, à savoir le lieu de réunion et la liaison entre intermédiaires présentent un caractère technique particulièrement marqué.

Aussi doit-on se borner, en ce qui concerne le lieu de réunion, à constater l'utilité qu'il y a à ce qu'en un même local ou sur une même place se traitent indifféremment des valeurs françaises et des valeurs étrangères. Le meilleur lieu de réunion étant par définition celui de la plus grande concentration des ordres, ceux-ci, émanant d'une clientèle au portefeuille varié, se verront d'autant mieux exécutés, que sont offertes aux intermédiaires toutes les possibilités d'effectuer pour leurs mandants les arbitrages nécessaires entre l'une et l'autre catégorie de valeurs. Les mêmes raisons, qui militaient en faveur de la non-spécialisation des intermédiaires, valent ici également.

En ce qui regarde la liaison entre les intermédiaires d'une part, et d'autre part entre ceux-ci et leur clientèle, on peut distinguer entre la transmission des ordres et leur exécution d'abord, ensuite la publication des cours qui en résultent ou des offres ou demandes non répondues.

La transmission et l'exécution des ordres sur

valeurs étrangères ne semblent pas devoir faire l'objet de méthodes particulières et différentes de celles appliquées aux valeurs françaises. Certes, en raison du caractère international inhérent aux négociations de valeurs étrangères, cette transmission et cette exécution doivent être assurées dans des conditions particulières de célérité et de certitude, et la Bourse de Paris laisse bien à désirer quant à l'agencement des lignes téléphoniques, à la répartition des groupes et des tableaux indicatifs de cours, aux locaux dont devraient seuls pouvoir disposer des professionnels et qui ne soient envahis par la cohue quotidienne des curieux ou des indésirables, bref en tout ce qui concerne un dispositif matériel assez peu en rapport avec celui des Places étrangères.

Mais ces imperfections supposent des réformes s'appliquant aussi bien aux négociations sur valeurs françaises qu'à celles portant sur les valeurs étrangères, quoique, pour les secondes, l'importance et l'urgence de ces réformes se fasse sentir davantage.

Au contraire, les heures et les méthodes de cotation et de publication des cours doivent relever d'une organisation particulière aux marchés de valeurs étrangères.

En effet, il importe que les heures d'ouverture des marchés français coïncident approximativement avec celles des places étrangères. C'est loin d'être actuellement le cas (4), malgré les doléances des arbitragistes, doléances qui illustrent cette nécessité d'un horaire spécial aux marchés français de valeurs étrangères, si

(4) Paris n'ouvre que bien après les autres bourses et ferme également bien avant.

celui des marchés de valeurs françaises ne peut leur convenir.

Ensuite, il est nécessaire que les méthodes de cotation des valeurs étrangères se rapprochent autant que possible de celles pratiquées sur l'ensemble des places étrangères. Ainsi l'institution, propre à la Bourse de Paris, du premier et du dernier cours, alors qu'elle n'existe nulle part ailleurs, ne devrait pas, comme elle l'est pourtant, être appliquée aux marchés de valeurs étrangères. De plus, les opérations d'arbitrage seraient hautement facilitées si les principales valeurs internationales qui en sont l'objet étaient cotées séparément, soit au cours d'une séance particulière et spécialement adaptée aux horaires étrangers, soit sur des tableaux différents de ceux des autres valeurs.

Enfin, il conviendrait que, sur les cotes publiées chaque jour de bourse par les soins des Chambres Syndicales intéressées, ainsi que dans les extraits qui en sont donnés par les journaux d'information ou financiers, l'on fit une place à part aux valeurs étrangères, alors qu'elles se trouvent mêlées aux autres valeurs, sous les rubriques diverses : Charbonnages, Transports, Caoutchoucs, etc...

Il est très important que les épargnants sachent à quoi s'en tenir sur la nationalité de leurs placements et trop nombreux sont ceux qui ne savent s'ils ont prêté « à la grosse aventure » ou géré leur fortune en pères de famille !

Sur le seul plan de la technique boursière, disons simplement qu'aucune raison ne nous paraît justifier une telle confusion. La distinction déjà faite à cet égard

entre les emprunts étrangers et les autres valeurs vaut pour les émissions de collectivités privées. C'est une question d'ordre et de clarté.

Des trop brèves indications qui viennent d'être données sur une question aussi importante que celle de l'organisation particulière des marchés de valeurs étrangères, il se dégage que ces derniers, tout en se trouvant situés dans un cadre général commun à celui des marchés de valeurs françaises, doivent faire l'objet d'une réglementation spéciale sur certains points déterminés, et en fonction même de leur caractère international.

C'est ce caractère que des Pouvoirs Publics, soucieux du maintien et du développement de larges échanges financiers avec les pays étrangers, ne doivent jamais perdre de vue, quitte à intervenir si les organismes intéressés s'avèrent au-dessous de leur tâche. Encore faut-il que ces mêmes Pouvoirs Publics soient convaincus que les marchés français de valeurs étrangères constituent bien l'un des éléments distincts du marché financier (5).

(5) Concernant cette question de l'organisation des marchés, l'on peut, avec intérêt, se référer au rapport du Comité de la Bourse, institué par arrêté ministériel du 3 juin 1935, en vue d'étudier les réformes susceptibles d'être apportées au fonctionnement de la Bourse des Valeurs et, d'une façon générale, du marché financier (*Agence Economique et Financière* du 29 octobre 1935).

TROISIEME PARTIE

POLITIQUE FINANCIERE

La politique financière des Pouvoirs Publics à l'égard des Marchés français de valeurs étrangères s'est exprimée sur le triple plan législatif, judiciaire et administratif.

Tout en s'inspirant des tendances économiques et monétaires de l'heure, elle a suivi néanmoins une progression continue vers un protectionnisme financier qui s'est affirmé lors de la guerre de 1914-18.

En effet, la loi du 31 mai 1916 portant interdiction, sauf dérogation expresse, d'introduire sur le marché des titres étrangers, a constitué, comme étant restée en vigueur au lendemain des événements qui l'avaient suscitée, à la fois une étape et un point de départ.

C'est pourquoi cette loi de 1916 domine-t-elle véritablement la question dont l'étude ici se présente d'elle-même sous la forme du tryptique suivant : politique antérieure à la grande guerre, doctrine et application judiciaire et administrative de la loi de 1916, et enfin période d'après-guerre et maintien de la loi de 1916.

Comme on le verra, la politique financière constitue l'aspect le plus important de l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, non seulement du point de vue technique, mais parce que révélatrice d'une évolution générale dont les signes se sont manifestés en bien d'autres domaines.

CHAPITRE PREMIER

LE XIX^e SIECLE ET L'AVANT-GUERRE

Les investissements français en valeurs étrangères s'effectuèrent en titres d'emprunts émis par les Etats étrangers, puisque ce n'est véritablement qu'à partir du second quart du XIX^e siècle que l'émission des autres titres, actions et obligations, prit quelque ampleur (1). Aussi, la politique suivie à l'égard des uns et des autres diffère-t-elle non seulement de par son objet, mais aussi par suite de ce décalage chronologique. C'est pourquoi il convient d'analyser successivement les mesures qui furent prises, d'abord concernant les Fonds d'Etat étrangers, ensuite les autres valeurs étrangères.

*
**

C'est à l'égard des Fonds d'Etat étrangers que s'est, pour la première fois, manifestée la politique protectionniste du Gouvernement.

Faisant suite à de nombreuses décisions concernant les transactions de papiers commercables et d'effets relatifs au monopole des Agents de Change, un arrêt du Conseil, en date du 7 août 1785, édicta en son article 4 :

« Fait défense Sa Majesté aux Agents de Change
« de coter à la Bourse d'autres effets que les effets
« royaux et le cours des changes. »

(1) Cf. 1^{re} partie, chap. 1^{er}.

Malgré ce texte, se cotèrent en Bourse, en 1811, un emprunt du Roi de Saxe ; en 1817, un emprunt des Deux-Siciles ; en 1822, un emprunt espagnol..... Déjà l'activité financière débordait un cadre trop strict qu'elle devait rompre : l'arrêt de 1785 ne convenait plus.

Le Gouvernement libéral de la Restauration le comprit et prit l'ordonnance suivante, en date du 18 novembre 1823, dont l'on se doit de transcrire ici le texte *in extenso*, car il exprime parfaitement une doctrine et l'état de fait qui l'a inspiré :

« Louis... sur le compte qui nous a été rendu par
« notre Secrétaire d'Etat aux Finances, *des diverses*
« *demandes qui lui ont été adressées* pour obtenir l'au-
« torisation de porter sur le cours authentique de la
« Bourse de Paris les emprunts des Gouvernements
« étrangers ; vu l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 por-
« tant défense aux Agents de Change de coter à la
« Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et
« le cours des changes ;

« Considérant que la permission de coter sur les
« cours authentiques de la Bourse de Paris les effets
« publics des emprunts des Gouvernements étrangers
« *n'implique, de la part de notre gouvernement, ni*
« *approbation desdits emprunts, ni obligation d'inter-*
« *venir en faveur de ceux de nos sujets* qui, de leur
« plein gré, y placeraient des capitaux ;

« Considérant que depuis plusieurs années, les opé-
« rations de banque, de finance et de commerce ont reçu
« dans tout le Royaume, mais plus particulièrement à
« Paris, une très grande extension ; *qu'il en est résulté*
« *un accroissement de capitaux qui rend désormais sans*

« objet les dispositions de l'arrêt du Conseil ci-dessus
« relaté ;

« Considérant enfin qu'il ne peut qu'être utile de
« donner un caractère légal et authentique *aux opéra-*
« *tions nombreuses qui se font déjà* sur les emprunts
« des Gouvernements étrangers, *les lois actuelles suffi-*
« *sant pour prévenir la fraude* et l'insertion de condi-
« tions illicites ou illégales dans leur négociation, notre
« Conseil entendu, nous avons ordonné et ordonnons
« ce qui suit :

« *Article premier.* — A l'avenir, les effets publics
« des emprunts des Gouvernements étrangers seront
« cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

« *Article 2.* — L'arrêté du Conseil du 7 août 1785
« est rapporté, en ce qu'il renferme de contraire à la
« présente ordonnance.

« *Article 3.* — Notre Ministre des Finances est
« chargé de l'exécution de la présente ordonnance. »

Le deuxième « Considérant » de cette ordonnance, faisant allusion à l'élargissement du marché financier pour justifier l'autorisation de coter des Fonds d'Etat étrangers, exprime *a contrario*, mais de façon d'autant plus nette, la doctrine protectionniste du Gouvernement. L'arrêt de 1785 avait été pris au cours d'une période particulièrement difficile pour le crédit de l'Etat ; l'ordonnance de 1823 était au contraire édictée à une époque de prospérité économique et financière rarement égalée depuis.

D'autre part, si le premier « Considérant » de cette ordonnance pose le principe selon lequel l'autorisation du Gouvernement de coter sur les cours authentiques,

c'est-à-dire sur le marché officiel, n'implique de sa part aucune responsabilité, le troisième « Considérant », en précisant qu'il ne peut qu'être utile de procéder à ce genre de cotation, laisse entendre que celui-ci n'est pas sans constituer une certaine garantie pour le public.

Le document ci-après le laisse entendre en clair, outre qu'il esquisse, pour la première fois, de la notion du marché, la définition que l'Administration devait elle-même adopter par la suite (2). C'est une lettre, en date du 12 novembre 1825, adressée par M. DE VILLÈLE à la Compagnie des Agents de Change :

« Monsieur le Ministre des Affaires Etrangères m'a
« transmis, par une dépêche en date du 31 octobre dernier,
« la demande que lui a faite, au nom de son Gouvernement,
« Monsieur le Duc DE VILLA HERMOSA, Ambassadeur de
« Sa Majesté Catholique, pour obtenir que les Vallès con-
« solidés d'Espagne, émis depuis le 1^{er} mai 1824, à l'intérêt
« de 4 % par an, fussent cotés sur le *Bulletin Officiel* de
« la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien
« de contraire aux dispositions de l'Ordonnance royale du
« 18 novembre 1823.

« *Je vous autorise*, en conséquence, et conformément
« à ladite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin*
« *Officiel* de la Bourse de Paris, toutes les fois qu'ils
« donneront lieu à des opérations faites avec concurrence
« et publicité, en assez grand nombre pour produire un
« cours véritable et tel que le public ne puisse être induit
« en erreur sur leur valeur réelle, *précaution que vous*
« *devez également prendre pour tous les autres effets*
« *avant de les coter officiellement* (3). »

(2) Cf. II^e partie, chap. 1^{er}.

(3) Cité par Aubry, *L'admission à la Cote des Valeurs étrangères*. Thèse, Paris, 1912.

Il est assez frappant de constater que M. DE VILLÈLE donne de l'ordonnance de 1823 une interprétation plus que restrictive, puisque, par la lettre précitée, il croit devoir accorder une autorisation que semblait déjà impliquer ladite ordonnance. Il est à croire que ce qui n'est plus défendu n'est pas toujours permis pour autant ! A cela s'ajoutait — *in cauda venenum* — une recommandation qui confirme l'intérêt que le troisième « Considérant » de l'ordonnance de 1823 attachait à la cotation officielle, celle-ci garantissant non pas certes la valeur intrinsèque du titre, mais la sincérité du marché. Mais c'est là une distinction toute subjective.

L'on comprend donc que la Compagnie des Agents de Change s'en soit émue ; il est d'ailleurs assez piquant de remarquer, au passage, que le goût des responsabilités n'égale pas toujours, chez le titulaire d'un monopole, la fermeté avec laquelle il défend l'exercice de ses droits !

C'est ainsi que, par une lettre du 7 octobre, ladite Compagnie demanda au Gouvernement que ce fût lui-même qui statuât sur l'admission des Fonds d'Etat étrangers. Mais le Ministre des Finances répondit « qu'il ne pouvait que se reposer sur la prudence de la Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même » (4).

Mais si les pouvoirs, comme les devoirs, de la Compagnie des Agents de Change sont confirmés, les droits du Gouvernement ne le sont pas moins.

En effet, lorsque, en 1873, la Compagnie des Agents de Change crut pouvoir se passer de l'autorisation

(4) *Manuel des Agents de Change*, p. 359.

ministérielle (5) pour l'admission à la Cote des obligations de l'emprunt égyptien 7 % 1873, M. MAGNE, Ministre des Finances, qu'elle en avait avisé, lui répondit par une lettre en date du 12 août 1873 adressée au Syndic et dont voici le passage essentiel :

« l'admission à la Cote officielle de la Bourse de Paris
« des Fonds Publics des Gouvernements étrangers reste
« régi par l'Ordonnance royale du 18 novembre 1823,
« contresignée par M. DE VILLÈLE, ordonnance dont le
« commentaire et l'application se trouvent consignés dans
« une lettre adressée le 12 novembre 1825 par ce même
« Ministre à Monsieur le Syndic des Agents de Change.

« Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le
« Ministre des Finances et le Ministre des Affaires étran-
« gères soient mis à même d'apprécier, l'un *au point de*
« *vue de l'intérêt du Trésor*, l'autre *au point de vue de*
« *l'intérêt politique*, s'ils n'ont point de motif de s'opposer
« à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étran-
« gers dont la Chambre Syndicale, *au point de vue de*
« *l'intérêt public*, aurait jugé la négociation utile et oppor-
« tune. »

On ne peut plus clairement partager les fonctions et définir les droits et devoirs de chaque partie. Ceux-ci se trouvent ordonnés selon l'importance même des intérêts en cause.

Le décret du 6 février 1880, qui a posé les règles de l'admission à la cote officielle pour les valeurs étrangères autres que les Fonds d'Etat, donna lieu à une lettre

(5) Que l'on ne voie pas là un acte d'indiscipline ! La Compagnie se basait pour cela sur une lettre du Ministre des Finances du 16 octobre 1872, rappelant la nécessité d'une autorisation pour la cotation des valeurs des villes et sociétés étrangères ; elle en concluait, *à contrario*, que cette autorisation n'était plus nécessaire pour les Fonds d'Etat étrangers. (J. Buisson, *Le privilège des agents de change*. Thèse, Paris, 1939, p. 66).

ministérielle, en date du 12 février 1880 (6), et qui précisa :

« Rien n'est changé aux lois, règlements actuellement applicables aux Fonds d'Etat étrangers..... »

Cette législation et cette politique administrative ne devaient pas être modifiées jusqu'en 1916.

L'une et l'autre, d'ailleurs, ne comportèrent aucune mesure à l'égard du Marché en Banque, où l'introduction et la négociation des fonds d'Etat étrangers demeurèrent libres.

Les Coulissiers restaient donc à même de placer en France un emprunt étranger dont l'introduction sur le Marché officiel n'avait pas été permise. La barrière que des considérations d'ordre public avaient fait établir à l'entrée du marché officiel pour en défendre l'accès aux fonds d'Etat étrangers pouvait se trouver ainsi tournée (7).

*
**

Ce n'est que par le décret impérial du 22 mai 1858 que la Cote Officielle fut ouverte, ou plutôt entr'ouverte aux valeurs étrangères autres que les fonds d'Etat.

En effet, ce texte n'était relatif qu'à la négociation à la Bourse de Paris et dans les Bourses départementales, des titres émis par les Compagnies de Chemin de fer construits en dehors du territoire français.

Le décret de 1858 avait un caractère nettement restrictif ; il tendait à la protection des titres de chemin de

(6) *Manuel des Agents de Change*, p. 559.

(7) Congrès International des Valeurs Mobilières de 1900. Rapport Puyette, n° 141.

fer français contre la concurrence des titres étrangers similaires.

Les Compagnies de chemin de fer étrangères devaient justifier qu'elles étaient formées conformément aux lois de leur pays, obligation qui, de la part des Pouvoirs Publics français, pouvait d'ailleurs leur être inspirée tant par le souci de protéger les porteurs français que par celui de restreindre l'introduction sur le marché de titres étrangers. Il était d'ailleurs bien entendu que cette introduction devait faire l'objet d'une autorisation, non seulement du Ministre des Finances, mais encore de l'Agriculture, du Commerce et des Travaux Publics (8).

En outre, l'article 4 du décret de 1858 exigeait que les actions fussent au moins de 50 francs et libérées jusqu'à concurrence des sept dixièmes.

L'année suivante, un décret du 16 août 1859 ouvrit plus largement le marché aux valeurs étrangères. Le texte ne visait plus seulement les titres des Compagnies de Chemin de fer, mais d'une manière générale, les valeurs des compagnies étrangères.

En outre, le minimum de valeur nominale nécessaire pour l'admission à la Cote demeurait fixé à 50 frs, mais l'on n'exigeait plus qu'une libération des deux cinquièmes (9).

En 1872, le Ministre des Finances rappela, dans une lettre datée du 16 octobre (10), *la nécessité de l'avis préalable du Gouvernement* :

(8) *Manuel des Agents de Change*, p. 447.

(9) *Manuel des Agents de Change*, p. 451.

(10) Citée par Aubry, *L'admission à la Cote des Valeurs étrangères*. Thèse, Paris, 1912.

« Il est bien entendu, écrivait-il, que c'est toujours
« à la Chambre Syndicale qu'il appartient d'admettre
« les valeurs étrangères aux négociations en Bourse ;
« *elle seule peut le faire en connaissance de cause et*
« *d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire.* Mais, après
« avoir prononcé l'admission de principe, elle ne doit
« procéder à l'inscription au *Bulletin Officiel* qu'après
« avoir pris l'avis de mon département. »

La même distinction des attributions est donc faite pour les valeurs étrangères que celle établie pour les Fonds d'Etat étrangers par la lettre, citée plus haut, du Ministre des Finances, en date du 12 août 1873.

Par la suite, la cotation des valeurs étrangères devait être plus libéralement accordée par le décret du 6 février 1880.

Ce texte, abrogeant les décrets de 1858 et 1859, substitua à l'autorisation ministérielle un simple droit de veto ; son article 5, en effet, prévoit que « le Ministre
« des Finances peut toujours interdire la négociation
« en France des valeurs étrangères ».

Mais, comme une lettre de M. DE VILLELE (11) l'avait fait de l'Ordonnance de 1823, la lettre ministérielle, en date du 12 février 1880, à laquelle il a déjà été fait allusion plus haut à propos des Fonds d'Etat étrangers, modifia le décret de façon restrictive, dans les termes suivants :

« Il a paru utile de rappeler expressément le
« droit qu'a toujours eu le Ministre des Finances d'in-
« terdire la négociation en France des valeurs étran-

(11) Voir ci-dessus.

« gères. C'est, en conséquence, *sous réserve du droit de*
« *surveillance et de contrôle du Ministre*, que les Cham-
« bres Syndicales ont pouvoir d'accorder, refuser, sus-
« pendre ou interdire les négociations de cette espèce
« à leur Bourse respective. Par suite, toutes les fois
« qu'une Chambre d'Agents de Change aura cru pou-
« voir admettre, en principe, à la Cote une valeur
« étrangère, elle devra en donner avis au Ministre des
« Finances, et elle ne pourra autoriser la négociation
« de cette valeur à son Parquet avant d'avoir reçu de
« son Ministre *une autorisation expresse et écrite.* »

Le Ministre n'est donc pas seulement en droit d'interdire soit la négociation déjà en cours de valeurs étrangères, soit leur introduction après que leur admission à la Cote a été décidée par la Chambre Syndicale. Cette dernière, avant toutes opérations ou toute décision, doit lui en référer et obtenir de lui « une autorisation expresse et écrite ».

Toutefois, le décret de 1880 continuait à demeurer plus libéral que les textes antérieurs qu'il avait abrogés : la quotité de libération des titres étrangers admissibles à la Cote bénéficia d'un régime moins sévère et plus souple, régime qui devait s'améliorer encore par un décret du 1^{er} décembre 1893, qui modifiait l'article 5 du décret de 1880 sur ce point.

Cependant, ce qui ressort du décret de 1880 et qui est demeuré par la suite, c'est la méfiance particulière du Gouvernement à l'égard des valeurs des sociétés ou collectivités étrangères. L'article 2 énumère, en effet, les pièces que la Chambre Syndicale doit exiger de ces dernières (statuts, cahiers des charges, certification par

autorité consulaire de conformité avec la loi d'origine, etc...) et en deux exemplaires, dont l'un devait être remis au dossier adressé au Ministère (12).

Cette énumération de pièces et la méthode du double dossier infirme quelque peu le pouvoir d'appréciation de la Chambre Syndicale, érigé cependant en principe, par les divers textes précités.

Somme toute, par le décret de 1880, sous la pression du courant économique et financier de l'heure (13), le Gouvernement facilitait, quant à leurs conditions internes d'admissibilité à la Cote, l'introduction des valeurs étrangères ; mais il le faisait à regret, et le montrait par les restrictions et les précautions apportées tant dans le texte nouveau qu'à son application.

Il est à noter, enfin, à cet égard — et contrairement à ce qu'il en a été pour les Fonds d'Etat étrangers — que le pouvoir donné au Ministre par le décret de 1880 d'interdire *la négociation* des valeurs étrangères dépassait singulièrement le simple contrôle de l'admission à la Cote Officielle et, par là même, atteignait les transactions effectuées sur le Marché en Banque.

Mais le Syndicat de la Coullisse parvint à échapper à tout contrôle gouvernemental dans l'état de cette législation et de cette réglementation administrative.

Les transactions sur le Marché en Banque avaient une amplitude considérable, notamment en ce qui concernait les valeurs exotiques, par suite des relations internationales d'un grand nombre de maisons de coullisse. Qu'une société étrangère obtienne l'inscription de

(12) *Manuel des Agents de Change*, p. 559.

(13) Voir 1^{re} partie, chap. 1^{er}.

ces titres sur la Cote en banque, le Syndicat des Banquiers pouvait, au moyen de la publicité et des journaux que de nombreux de ses membres faisaient paraître, provoquer des achats, écouler des titres dans le public, sans que le Gouvernement ait seulement été consulté (14).

(14) Aubry, ouvrage déjà cité.

CHAPITRE II

LA LOI DE 1916 ET LA DOCTRINE LEGISLATIVE

A la veille de la guerre de 1914, l'introduction et la négociation des titres étrangers se trouvaient, comme on vient de le voir, commandées par deux législations parallèles, l'une relative aux fonds d'Etat, la seconde aux autres valeurs.

La première, constituée par l'ordonnance de 1823 et l'interprétation administrative qui en fut donnée, attribuait au Gouvernement *pouvoir d'autoriser* l'admission à la Cote Officielle des fonds d'Etat étrangers.

La seconde, représentée par le décret de 1880, donnait au Ministre *pouvoir d'interdire* la négociation des valeurs étrangères, et ne soumettait que leur admission à la Cote officielle à une autorisation expresse et écrite.

La loi du 31 mai 1916 devait aller bien au delà de ces pouvoirs restreints d'autoriser ou d'interdire, puisqu'elle comporta une *interdiction* formelle et générale, assortie de sanctions pénales.

L'interdiction n'est plus une éventualité : elle est la règle, et l'autorisation qui peut y déroger revêt un caractère exceptionnel.

*
**

Le meilleur exposé critique que l'on puisse d'ailleurs faire de la loi de 1916 et de la doctrine qui l'a inspirée

est d'en transcrire le texte et de donner quelques extraits du débat qui s'ouvrit à son sujet au Parlement.

Ce texte est fort court ; le voici :

LOI DU 31 MAI 1916

*portant restriction du droit d'émission
des valeurs mobilières pendant la durée des hostilités*

« *Article premier.* — L'émission, l'exposition, la mise
« en vente, l'introduction sur le marché en France, de
« titres de rente, emprunts et autres effets publics des Gou-
« vernements étrangers, d'obligations ou de titres de quel-
« que nature qu'ils soient, de villes, corporations ou socié-
« tés françaises ou étrangères sont interdites à partir de la
« promulgation de la présente loi jusqu'à une date à fixer
« par décret en Conseil des Ministres, après la cessation
« des hostilités.

« Toutefois, il peut être dérogé à cette disposition par
« arrêté du Ministre des Finances.

« *Article 2.* — Les infractions à la présente loi seront
« passibles d'un emprisonnement de six mois à un an et
« d'une amende de mille à dix mille francs (1.000 à 10.000
« frs) et, en cas de récidive, d'un emprisonnement d'un à
« deux ans et d'une amende de dix mille à vingt-cinq mille
« francs (10.000 à 25.000 frs).

« L'article 463 du Code Pénal sera applicable. »

*
**

Le caractère exceptionnel de cette loi est indiqué dans son titre même : « pendant la durée des hostilités ».

Au cours de la séance du 18 mai 1916 (1) à la Chambre des Députés, M. RIBOT, Ministre des Finances, s'exprimait ainsi, à ce sujet :

(1) J. O. du 19 mai 1916, pp. 1145 et suivantes.

« La prolongation des hostilités nous impose
« l'obligation de prendre des mesures pour que les
« capitaux français ne soient pas détournés au profit
« d'autres intérêts que ceux de la défense nationale.....
« Le Gouvernement doit être en mesure, *tant que durent les hostilités*, d'apprécier l'objet et l'étendue des
« émissions projetées, quelles qu'elles soient..... »

Et M. Raoul PÉRET, rapporteur général de la Commission du Budget, de renchérir :

« pendant toute la durée des hostilités et *même pendant une période plus longue si le gouvernement le juge indispensable* ».

C'est d'ailleurs M. Raoul PÉRET qui, au cours de son rapport, précise la portée de la loi, en résolvant la contradiction apparente de son titre, où est employé le mot de « restriction », avec son article 1^{er} où figure celui d' « interdites ».

« Cette restriction consiste dans l'obligation de
« demander l'autorisation du Ministre des Finances,
« autorisation qui sera donnée par arrêté, pour l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur
« notre marché des valeurs mobilières de toute nature,
« françaises ou étrangères ».

Et M. Raoul PÉRET poursuit : « Le Ministre des
« Finances pourra refuser l'autorisation sollicitée,
« toutes les fois qu'il estimera que cela est nécessaire et
« il se réserve ainsi le droit d'apprécier l'objet et l'importance des opérations visées par le texte..... »

Ces opérations, le rapporteur de la Commission du budget en donne des définitions qui valent d'être repro-

duites ici, car elles déterminent nettement la doctrine des Pouvoirs Publics en la matière :

« Le mot *émission* est une expression générale
« qui comprend tout placement de valeurs mobilières
« nouvelles sur le marché français, par la collectivité
« ou son mandataire.

« *L'exposition* est la mise à l'étalage de titres
« aux vitrines qui donnent sur la voie publique et à
« celles placées à l'intérieur des bureaux de banque.

« *La mise en souscription ou en vente*, effectuée
« par la collectivité ou son mandataire, n'est autre
« chose qu'une émission qui, au lieu d'être ouverte et
« close à dates fixes, se prolonge indéfiniment jusqu'à
« ce que le but poursuivi soit atteint. C'est ainsi, par
« exemple, que les Compagnies de Chemins de fer émet-
« tent des obligations nouvelles en les exposant en vente
« dans les différentes gares de leur réseau.

« Quant à *l'introduction*, elle est le fait de l'éta-
« blissement de crédit, du banquier, du professionnel
« en matière de vente et d'achat de valeurs en bourse,
« qui écoule sur le marché français des titres qu'il a
« achetés en vue de créer sur la place un courant
« d'affaires sur ces valeurs, ou d'accroître celui déjà
« existant. Par cela même qu'elle suppose l'idée de
« constituer un marché plus ou moins étendu, ou de
« donner plus d'importance au marché existant, l'opé-
« ration doit avoir pour objet *une certaine quantité de*
« titres. Cette quantité ne peut être déterminée, dans
« chaque cas particulier, qu'en tenant compte des cir-
« constances ; il est donc impossible de la fixer d'avance,

« d'une manière uniforme et invariable, à un certain chiffre. »

Mais ce dernier point précisément est important : faute d'avoir pu — et pour cause — situer la limite en deçà de laquelle la *négociation* des titres étrangers est permise, et au delà de laquelle elle constitue une introduction, il semble que l'interdiction de la loi de 1916 aurait dû viser aussi la négociation, et cette opération être nommément désignée dans le texte.

Mais, précisément, comme le dit M. RIBOT au cours de la même séance à la Chambre : « il n'est jamais entré dans la pensée du Ministre d'interdire la mise en vente de titres déjà émis en France ; cela équivaudrait à fermer la Bourse de Paris. »

Or, en l'occurrence, l'expression de mise en vente est employée par le Ministre pour celle de négociation ; l'arrêt des seules opérations de négociation équivaudrait à la fermeture de la Bourse.

La non-insertion dans la loi du mot « négociation » n'a donc pas été le fait d'une omission, comme d'aucuns ont pu le prétendre, mais d'une politique clairement définie et qui se bornait à *contrôler les investissements* et non les transactions sur valeurs déjà en circulation.

Lorsque le projet de loi passa devant le Sénat (2), M. RIBOT confirma à nouveau cette position. Répondant à une question de M. COLIN, posée sous forme d'amendement, le Ministre des Finances s'exprima ainsi : « Notre Collègue demande en somme qu'on explique le mot *émission*. Il l'a été dans les instructions ministé-

(2) Séance du Sénat du 30 mai 1916, J. O. du 31 mai 1916, pp. 474 et suivantes.

« rielles et dans les arrêts de la Cour de Cassation. C'est
« une expression générale qui comprend *tout placement*
« *de valeurs nouvelles* sur le marché français par une
« collectivité ou son mandataire.

« Il y a donc, dans le sens du mot, cet élément
« certain : l'appel au marché, l'introduction de valeurs
« nouvelles sous une forme quelconque. »

Ce dernier membre de phrase désigne bien, semble-t-il, ce qui fait l'objet de « restriction », ainsi que l'indique le titre même de la loi de 1916, de la part des Pouvoirs Publics.

Mais là, le Ministre réduit lui-même la portée de ses paroles précédentes : « Ce que je dis très nettement, c'est que nous n'entendons appliquer cette loi
« *que lorsqu'il y aura appel à la publicité* pour un placement de valeurs sur le Marché ».

Ainsi, « l'introduction sous une forme quelconque des valeurs nouvelles », par voie de négociations sporadiques ou isolées par exemple, ne tombe-t-elle sous le coup de la loi que si elle est accompagnée d'une certaine publicité. Mais, précédemment, le rapporteur de la Commission du budget à la Chambre avait précisé, avec raison, que l'introduction sur le marché supposait, avant tout, un certain nombre de négociations, donc un certain courant d'affaires. Là est le véritable critérium d'introduction, et non dans la publicité donnée aux opérations; or, ce critérium est aussi flou que ce qui le définit : à quel moment précis un ensemble de négociations constitue-t-il un courant d'affaires ? C'est parce que nul — et l'Administration moins que tout autre — ne put jamais le discerner, que la loi de 1916, comme on le verra

plus loin, fut tournée par des professionnels qui ne manquèrent pas d'utiliser cette brèche, par laquelle fut introduit frauduleusement sur le marché un nombre important de valeurs étrangères.

Cependant, dira-t-on, l'article 5 du décret de 1880, donnant au Ministre le pouvoir de toujours interdire la *négociation* des valeurs étrangères, demeurerait et demeure encore en vigueur et, comme tel, d'une application aussi générale que les autres interdictions de la loi de 1916. Certes; mais entre ces dernières et l'interdiction du décret de 1880, il y a toute la différence entre le possible et la réalité.

Malgré cette lacune, la loi de 1916 constituait pour les Pouvoirs Publics un sérieux moyen d'action et de contrôle à la fois, qui devait leur permettre de pratiquer cette politique de protectionnisme financier, à laquelle ils avaient tendu jusque-là, sans que les circonstances leur en eussent permis une telle réalisation.

A la Chambre M. RIBOT pouvait proclamer, sûr d'être compris et suivi : « Toutes les réserves du pays
« doivent être employées pour la défense nationale, et
« il serait déplorable qu'à l'heure où l'Etat est obligé
« de faire appel au crédit, des entreprises plus ou moins
« utiles, plus ou moins sérieuses, vinssent drainer les
« capitaux de l'épargne française..... Il importe qu'elle
« ne soit point trompée ! »

CHAPITRE III

LA LOI DE 1916 ET L'INTERPRETATION JUDICIAIRE

La loi de 1916, pour avoir été une loi de circonstances, c'est-à-dire promulguée à propos d'événements déterminés, fut inspirée par une doctrine qui dépassait ces événements eux-mêmes.

Comme telle, cette doctrine leur survécut, la situation économique et financière, bien que nouvelle, ayant paru, aux yeux des Pouvoirs Publics, susceptible de la justifier encore.

Se proposant d'indiquer quelle fut l'interprétation judiciaire de la loi de 1916, il est par conséquent intéressant de se référer à une jurisprudence correspondant plutôt à la période de survivance de cette loi qu'à celle des circonstances dans lesquelles elle a été édictée. Ainsi, l'on pourra vérifier jusqu'à quel point le pouvoir judiciaire, malgré la disparition des conditions qui suscitèrent la loi de 1916, a respecté l'esprit initial dans lequel elle fut rédigée.

Pour cela, l'on rappellera successivement deux jugements rendus l'un et l'autre en 1932, et relatifs à l'introduction de valeurs étrangères sur le marché par voie de négociations.

*
**

Le premier en date est un jugement du 29 novembre 1932 (1) rendu par le Tribunal correctionnel de la Seine (11^e Chambre), contre un dénommé BALBAUD, administrateur d'une Société canadienne qui, de 1928 à 1931, introduisit et vendit en France, directement ou par l'intermédiaire de certains agents 151.037 actions de cette Société, pour le prix approximatif de 4.300.000 frs. — Le Tribunal condamna BALBAUD à 1.000 francs d'amende, fixant à six mois la durée de la contrainte par corps.

Il fut fait à BALBAUD application, en l'espèce, de la loi de 1916 et également de la loi du 30 janvier 1907, pour avoir aussi contrevenu à cette dernière, en n'observant pas les formalités de publicité qu'elle prescrit. Mais, bornons-nous à rappeler les seuls attendus du Tribunal relatifs à l'application de la loi de 1916.

Ceux-ci évoquent les moyens de défense avancés par BALBAUD ; celui-ci, précisément, avait utilisé la brèche que nous avons signalée à la fin du chapitre dernier et qui consiste en la non-insertion dans le texte de la loi de 1916 du mot « négociation ».

« Attendu que BALBAUD allègue que, par leur « nature, ces opérations (l'importation massive de titres, « reconnue par l'inculpé) ne contrevenait en rien aux « textes visés, qui proscrivent exclusivement la mise en « vente ou l'introduction en France, *sur le marché*, de « titres étrangers ;

« Qu'ayant toujours cédé par contrats directs « les titres qu'il importait ou traité avec ses clients de

(1) *Gazette des Tribunaux* des 8-9-10 janvier 1933.

gré à gré et non *sur le marché en Bourse*, ces cessions « ne pouvaient être assimilées à celles prohibées ; »

L'argument de l'inculpé est clair : il y a eu cessions directes, négociations au sens large du mot en tous cas, et non opérations faites *sur le marché*. Ainsi la loi de 1916 peut apparaître incomplète non seulement du fait d'une omission : celle du mot « négociation », mais encore, par suite d'un excès de précision, ayant consisté dans la spécification du lieu de l'une des opérations visées, à savoir « sur un marché ».

Seulement, de quel marché s'agit-il ? De la réunion des courtiers tenue à la Bourse ou, de façon plus abstraite et générale, du marché qui se définit par le fait d'un courant d'affaires déterminé, tel que l'a admis (2) l'Administration elle-même ? C'est cette seconde acception qui fut retenue par le Tribunal ; celui-ci, répondant aux arguments de BALBAUD, rejoint du même coup la doctrine du législateur (3) :

« Mais attendu que si le législateur ayant mani-
« festé, au cours de ces travaux préparatoires, une
« exigence quantitative, on a pu constater le caractère
« délictueux de ces négociations hors Bourse, lors-
« qu'elles ne portaient que sur un nombre de titres
« restreint, il n'en va pas de même dans l'espèce
« actuelle, où l'introduction en grand nombre de ces
« valeurs étrangères durant de longs mois et de façon
« suivie a eu pour but et pour effet de créer en France
« un marché... »

(2) Voir *supra*, II^e partie, chap. I^{er}.

(3) Voir *supra*, chapitre précédent.

Et le Tribunal de renchérir :

« Que ce marché, dépourvu de surveillance, était
« de nature, en raison de la clandestinité, à justifier
« mieux encore que le marché en Bourse, les mesures
« de protection édictées par le législateur... »

Enfin, développant sa déduction :

« Que, d'ailleurs, cette introduction faite pour
« le compte exclusif de la société étrangère par l'entre-
« mise de l'inculpé, son représentant rémunéré, à l'aide
« d'une publicité et de démarcheurs, peut être assimilée
« à une émission en France de titres étrangers, égale-
« ment soumise aux mêmes obligations... »

Lors du vote de la loi, le Ministre avait précisément déclaré que la publicité constituait le critérium d'application de la loi (4). Le Tribunal, de façon plus exacte, se borne à la considérer comme assimilant une introduction à une émission, dans la mesure où celle-ci a pour résultat l'appel et l'investissement des capitaux.

En effet, « la loi du 31 mai 1916 s'applique non pas
« au fait matériel de créer un titre, mais au placement
« en public de nouvelles valeurs ; elle vise moins la
« création de nouvelles sociétés, que le drainage de
« l'épargne par l'introduction au marché de titres qui
« n'y étaient pas encore ; elle atteint moins les rapports
« de la Société et de ses souscripteurs que les opérations
« de vente et d'achat, la création d'un marché nouveau
« qui peut en résulter (5). »

(4) Voir chapitre précédent.

(5) Tchernoff, *Traité de droit pénal financier* (Lois de 1916 et de 1920, n° 185).

*
**

La seconde décision judiciaire que l'on rappellera maintenant est un arrêt de la Cour d'appel de Paris (9^e Ch. Corr.) en date du 26 décembre 1932 (6), statuant sur l'appel interjeté par le Procureur de la République près le Tribunal de la Seine contre VAN LIDH, LOMBARD, HERMINIE BALLON, d'un jugement de la 11^e Chambre Correctionnelle du même Tribunal du 15 du même mois, relaxant notamment les deux premiers inculpés de la prévention d'introduction non autorisée sur le marché de titres d'une Société étrangère (7).

Le Tribunal de la Seine avait basé son jugement sur une fausse acception du mot « marché », acception restrictive, contraire à celle du législateur et de l'Administration. C'est précisément cette erreur qui fit l'objet de l'appel et qui fut redressée par la Cour.

Celle-ci « considérant que le Tribunal..... a acquitté « les deux prévenus, motif pris de ce qu'il faut entendre « par « marché » *les lieux* où, par l'intermédiaire des « courtiers professionnels, se nouent et se dénouent « toutes opérations portant sur des valeurs mobilières, « c'est-à-dire à la Bourse... », rappelle que « le mot « « marché » ne doit pas être restreint au marché officiel, soit au comptant, soit à terme, tenu par les « Agents de Change....., qu'il désigne aussi le marché en « banque et le marché hors cote..... ; que l'expression

(6) *Gazette des Tribunaux* des 5-6-7 février 1933, p. 2.

(7) L'affaire se compliquait en effet du délit d'escroquerie de la part des trois inculpés. On ne relèvera de l'arrêt étudié que ce qui concerne le délit d'introduction non autorisée de titres étrangers.

« *« marché » est un terme générique, s'appliquant au*
« *besoin, qu'elle soit ou non précédée ou accompagnée*
« *de publicité, à toute opération directe ou indirecte, de*
« *placement de valeurs mobilières, ... sollicitant un*
« *public même restreint ; que le but de la loi cesserait*
« *d'être atteint s'il était loisible, à tout banquier ou*
« *courtier, d'écouler librement, d'une manière occulte*
« *et à sa guise, parmi ses clients, des titres émis par un*
« *gouvernement étranger ou une société étrangère... »* »

Non contente de cette rectification, et prolongeant, en la complétant, la pensée du législateur, la Cour définit la notion d' « introduction », et, par là même, condamne la brèche due à la non-insertion dans le texte de la loi de 1916 du mot « négociation » et au critérium quantitatif invoqué lors des travaux préparatoires.

En effet, dans son arrêt, la Cour considère « que
« l'introduction sur le marché de valeurs déjà émises
« est le fait du professionnel en matière de vente et
« d'achat de valeurs en Bourse qui écoule sur le marché
« français des titres qu'il a acquis à titre onéreux ou
« qui lui sont advenus à titre gratuit, en vue, *soit de*
« *créer sur place un courant d'affaires sur ces valeurs,*
« *soit d'accroître celui déjà existant ; que peu importe*
« *leur nombre, comme aussi celui des opérations ; qu'il*
« *suffit, pour que la loi soit applicable, que l'opération*
« *critiquée, même isolée, coïncide avec la première*
« *apparition en France des titres d'une Société étran-*
« *gère ou d'effets publics d'un gouvernement étran-*
« *ger... » ; et plus loin : « ... [que le mot marché] s'appli-*
« *que enfin à la négociation par un banquier, dans sa*
« *clientèle, par contrat direct, au moyen de la remise,*

« soit par échange d'autres valeurs, avec ou sans soulté,
« soit contre espèces, de titres déterminés « *in specie* »
« déjà cotés ou dont l'admission à la cote officielle
« pourra n'être jamais demandée..... »

Néanmoins, la notion de courant d'affaires peut sembler en contradiction avec le caractère isolé des opérations. Mais celles-ci, dit la Cour, doivent coïncider avec la première apparition en France des titres ayant fait l'objet de la négociation. Et précisément, ce qui n'a pas échappé aux juges, ce sont les conséquences de ces négociations premières, qui, pour être rares au début, sont toutefois susceptibles d'amorcer le courant d'affaires, facteur déterminant d'un véritable marché.

Le législateur n'avait visé explicitement que la seconde phase de l'introduction, c'est-à-dire la phase active. C'était suivre sa volonté que d'appliquer la loi aux opérations qui peuvent en constituer la phase préparatoire.

CHAPITRE IV

LA LOI DE 1916 ET L'INTERPRETATION ADMINISTRATIVE, LES FAITS ET L'OPINION

La loi de 1916 fut modifiée par la loi budgétaire du 31 décembre 1920 (1) qui, sans en changer les termes, restreignit et maintint son application aux seules valeurs étrangères, malgré la fin des hostilités !

Elle fut, d'autre part, indirectement étayée par la loi du 3 avril 1918 qui, interdisant l'exportation des capitaux sans l'autorisation du Ministre, soumettait à cette dernière l'importation des valeurs étrangères acquises à l'extérieur du territoire. L'interdiction de cette importation devait éviter, en principe, les faits de négociation, susceptibles eux-mêmes d'être générateurs de l'introduction sur le marché, visée par la loi de 1916.

Donc, au lendemain des hostilités, sur le plan législatif, tout accroissement d'activité des marchés français de valeurs étrangères demeurerait soumis au régime le plus restrictif. Mais, selon la tendance, qui se fit jour au lendemain de la guerre, les capitaux, fuyant une monnaie incertaine (2), recherchèrent l'abri de certaines valeurs étrangères. Le Gouvernement lui-même pratiqua une politique d'achat de devises étrangères et certains

(1) J. O. du 1^{er} janvier 1921.

(2) Voir *supra*, 1^{re} partie, chap. III.

ministres comme de nombreux publicistes ou doctrinaires proclamaient la nécessité de faire de Paris un grand marché financier international.

C'est, par conséquent, à cette époque de l'après-guerre qu'il est intéressant d'étudier quelle fut l'interprétation administrative de la loi de 1916, par delà les circonstances qui l'avaient suscitée et dans l'ambiance des critiques que son maintien soulevait de toutes parts.

Il est intéressant aussi de voir à quels faits correspondit cette interprétation et quelles en furent les conséquences, ainsi que les réactions qu'elle suscita dans l'opinion des milieux compétents.

La loi de 1916 constitue une interdiction ; accessoirement, elle comporte une possibilité d'y déroger. L'interprétation administrative participe donc essentiellement du caractère négatif de cette loi. L'assouplissement de celle-ci, à défaut de dérogations permanentes tendant à une suppression définitive, constitue donc l'aspect positif de l'interprétation administrative et, comme tel, sera étudié au chapitre suivant.

Seul l'aspect négatif de cette interprétation sera examiné ici, tel qu'il résulte de la loi elle-même.

*
**

Malgré l'interdiction de la loi de 1916, malgré la prohibition d'importation de la loi de 1918, de très nombreux titres étrangers furent clandestinement introduits sur le marché français.

Le mécanisme de ces introductions frauduleuses consistait assez simplement en l'importation occulte de

titres acquis à l'étranger par des professionnels et négociés « hors cote », d'abord par petites quantités à la fois, puis de façon progressive et plus importante, jusqu'à ce qu'un véritable courant d'affaires s'instituât à leur propos.

L'on a indiqué plus haut (3) comment le marché « hors cote » était, de par sa nature même, celui des trois marchés français de valeurs étrangères sur lequel pouvait s'opérer ce genre de transactions. L'on a dit également (4) quel moyen de défense ceux qui s'y livraient invoquaient, en s'appuyant sur l'absence du mot « négociation » dans la loi de 1916. L'on a rappelé enfin (5) que si l'article 5 du décret de 1880 donnait au Ministre le droit d'interdire à tout moment la négociation des valeurs étrangères, il ne constituait pas, en fait, une mesure préventive.

Mais ce qu'il faut indiquer ici, parce que cela est révélateur d'une certaine impuissance administrative, c'est l'officialisation progressive de ces introductions clandestines. En effet, les titres ainsi traités en fraude de la loi de 1916, furent, par la suite, inscrits successivement à la Cote du Marché en Banque, puis à celle du Parquet, sans qu'aucune autorisation ministérielle ait été sollicitée ; et il s'agit, en l'espèce, de valeurs des plus importantes, vedettes des grands marchés internationaux !

Ces valeurs, tout d'abord négociées « sous le manteau », donnèrent rapidement lieu au marché « hors

(3) Voir *supra*, II^e partie, chap. III.

(4) Voir chapitre précédent.

(5) Voir *supra*, II^e partie, chap. II *in fine*.

cote » à des transactions importantes, à telle enseigne que le Syndicat des Banquiers en Valeurs en publia les cours à l'usage des intéressés sur une cote annexe, mais à titre d'information.

Lors de certaines mesures de réorganisation du marché « hors cote », les valeurs, dont les cours étaient indiqués sur cette cote annexe et dont les transactions étaient particulièrement fournies, furent réunies en une « deuxième partie » de la Cote journalière du Syndicat des Banquiers en Valeurs ; cette deuxième partie constituait encore théoriquement une donnée de simple information, puisque, avec une certaine subtilité, il y était précisé que les cours qui y figuraient étaient fournis sans garantie du Syndicat.

En fait, elle constituait bel et bien un chapitre de la Cote du Marché en Banque, cote dans laquelle, à la faveur de négociations croissantes, il ne restait plus à la Compagnie des Agents de Change qu'à puiser des valeurs, ayant ainsi accompli leur stage d'acclimatation au marché français, mieux que n'avaient pu le faire les titres simplement traités « hors cote ». Un état de fait avait été créé par la cotation en Banque, qui avait favorisé la diffusion des valeurs dans le public. Dans l'intérêt du public même, et de façon à assurer aux titres leur parfaite négociabilité, le Gouvernement n'avait plus qu'à s'incliner et les Agents de Change à accomplir leur office ministériel en assurant toute la régularité de leur cotation aux valeurs ainsi introduites !

De façon plus fréquente et dans de semblables conditions, la même cotation officielle, avec l'accord tacite des Pouvoirs Publics, sanctionna directement, sans le

détour de la deuxième partie de la Cote du Marché en Banque, les introductions clandestines. Si bien qu'en définitive, tant à cette dernière qu'à celle du Parquet, figurent actuellement des valeurs étrangères dont l'introduction sur le marché n'a jamais fait l'objet de l'autorisation ministérielle.

Un document significatif à la fois de cette impuissance des Pouvoirs Publics à empêcher les introductions de valeurs étrangères et de l'attitude de l'Administration à leur égard, est la réponse faite en 1922 au député M. BARTHE, sur une question écrite de celui-ci (6).

Il y était demandé, notamment, au Ministre des Finances, comment la Commission des Changes avait pu permettre la sortie des francs nécessaires à payer les sommes « formidables » en livres ou en florins qui représentaient l'introduction en France des actions Royal Dutch et Shell Transport, acquises par l'épargne française.

Le Ministre répondit « qu'en ce qui concerne l'achat « de ces actions, les seules dérogations accordées l'ont « été, conformément à une jurisprudence constante, « pour permettre aux actionnaires anciens de faire « usage de leurs droits, lors des augmentations de capital ». Pour exacte qu'ait pu être cette réponse, elle n'en demeurerait pas moins évasive, car la question posée se rapportait non tant aux dérogations de la Commission des Changes qu'aux importations de titres étrangers ; il eût été plus sincère, sinon plus politique, de répondre que ces derniers étaient acquis à l'étranger même, grâce à des fonds qui y étaient laissés ou s'y étaient enfuïs.

(6) J. O. du 5 mai 1922, p. 1517, Question du 1^{er} avril 1922.

D'ailleurs, le Ministre croit devoir préciser que
« comme toutes les autres directions, la Direction du
« Mouvement Général des Fonds (suspectée par l'hono-
« rable député) n'agit que sous l'autorité et la respon-
« sabilité du Ministre, et que celui-ci estime *que l'Admi-
« nistration des Finances a fait tout ce qui était en son
« pouvoir pour s'opposer à l'introduction sur le marché
« de titres étrangers* ».

Mais M. BARTHE insiste et demande « comment le
« marché français a pu être envahi, malgré la loi de
« 1918 prohibant l'importation des titres de l'étranger,
« par les actions de la Royal Dutch et de la Shell ».

Et le Ministre de répondre : « Quelles que soient les
« précautions qui ont été prises, quelque rigoureuse en
« particulier qu'ait été la surveillance à l'entrée des
« frontières, *le contrôle en pareille matière est si diffi-
« cile à exercer* que les introductions frauduleuses ont
« pu néanmoins se produire ». Et il ajoute : « Tous les
« titres existant sur le territoire français ont toujours
« pu et peuvent s'y échanger conformément aux lois ». Seulement, si le nombre de titres existants n'est pas strictement connu, son augmentation ne peut être décelée.

C'est pourquoi M. BARTHE demande-t-il encore « si
« les actions introduites en fraude ont été timbrées au
« Ministère des Finances et si l'Administration du Tim-
« bre n'a pas signalé au Ministre le nombre anormal
« des titres Royal Dutch et Shell présentés au tim-
« brage ».

A cette question, le Ministre répondit : « L'Admi-
« nistration ne saurait refuser de timbrer les titres qui

« lui sont présentés et n'a aucun pouvoir pour s'enquê-
« rir de leur origine ; une enquête faite en septembre
« 1919 et portant sur une année, a permis de constater
« que, pendant la période considérée, le nombre de
« titres présentés à la formalité du timbre ne paraissait
« pas excessif au regard du nombre d'actions présumé
« exister légitimement en France ».

Il faut croire que cette présomption reposait sur une base très large ou que bien des porteurs d'actions s'abstinrent de remplir les formalités du timbrage de leurs titres, pour que, malgré l'enquête à laquelle fait allusion le Ministre des Finances, des titres étrangers aient pu, durant « la période considérée », être néanmoins introduits en telle quantité que, quelques années plus tard, leur cotation au Parquet ne devait plus être refusée !

Il n'en faut pas moins constater que si l'introduction sur le marché de valeurs étrangères put s'effectuer, en fraude des lois de 1916 et de 1918, sur une assez grande échelle, l'interprétation administrative de la loi de 1916 est néanmoins demeurée conforme à la ligne fixée par le législateur ; les faits ont parfois débordé l'action du Gouvernement jusqu'à l'entraîner à certaines homologations inévitables, mais sans jamais l'amener à renoncer aux principes posés en 1916.

*
**

L'interprétation administrative de la loi de 1916 n'a pas uniquement revêtu l'aspect d'une action policière aux chances inégales ou couronnée de procès-verbaux de carence plus ou moins motivés.

Elle s'est encore exprimée par certaines réponses écrites à des questions posées par les groupements intéressés ou par certaines décisions.

Concernant l'application générale de la loi de 1916, l'on peut retenir une lettre, en date du 17 avril 1928 (7), de M. POINCARÉ, alors Président du Conseil et Ministre des Finances, au Président de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province. Celui-ci avait demandé au Ministre différentes précisions au sujet de l'application de la loi de 1916.

« Vous me priez, — répond M. POINCARÉ, — de préciser le sens qui doit être attribué aux mots « mise en vente » et « introduction sur le marché ».

« J'ai l'honneur de vous faire connaître que la « mise en vente » effectuée par la collectivité ou son mandataire, est une émission qui, au lieu d'être ouverte et close à dates fixes, se prolonge indéfiniment jusqu'à ce que le but poursuivi soit atteint.

« L'introduction est le fait de l'établissement de crédit, du banquier, du professionnel en matière d'achat et de vente de valeurs de bourse, qui écoule sur le marché français des titres qu'il a acquis *en vue de créer sur la place un courant d'affaires sur ces valeurs* ou d'accroître celui déjà existant. »

On reconnaît là, textuellement, les définitions données par le rapporteur de la loi, lors des travaux préparatoires. L'esprit et la lettre en sont respectés.

Répondant, en outre, à certaines autres questions posées par le Président de l'Union Syndicale, M. POINCARÉ ajoutait :

(7) Cette lettre a été publiée sous forme de circulaire à leurs adhérents par les deux Syndicats des Banquiers en Valeurs.

« En ce qui concerne le hors cote, les opérations envisagées ne sont licites que lorsque les titres traités ont fait l'objet d'une introduction régulière. Si, *par tolérance*, l'Administration reconnaît comme licites les opérations qui pourraient être réalisées à titre de négociation particulière par un banquier ou un particulier agissant pour son compte personnel, par contre, les opérations visées dans la troisième question (un banquier étranger peut-il charger un banquier français de lui procurer des acheteurs dans sa clientèle personnelle ?) constituent une véritable introduction et sont à ce titre répréhensibles ».

A remarquer que l'Administration ne reconnaît les opérations isolées de négociation comme licites que « par tolérance » et que son interprétation se rapproche, sans toutefois la rejoindre complètement, de l'interprétation judiciaire la plus sévère, qui les proscrivait par définition (8).

D'ailleurs, le Ministre s'empresse d'ajouter que ces négociations tolérées à la rigueur, deviennent répréhensibles sitôt qu'elles sont susceptibles de servir de truchement à une introduction, comme ce peut être le cas lorsqu'elles sont effectuées pour un banquier étranger : le risque justifie l'interdiction.

Outre les réponses écrites concernant l'application de la loi de 1916, l'interprétation administrative de cette loi s'exprima sous forme de décisions diverses et d'arrêtés.

Citons, parmi ces derniers, ceux en date du 16 avril 1927 et du 5 janvier 1928 ayant trait aux opérations d'arbitrage, arbitrage évidemment contrarié par la loi de 1918 interdisant l'importation des valeurs étrangères.

(8) Voir Chapitre précédent.

Notons, en particulier, que l'arrêté du 5 janvier 1928 prescrivait aux arbitragistes de faire, préalablement à tout achat à l'étranger, une déclaration signée d'eux, « *certifiant que l'opération n'a pas pour but l'introduction sur le marché français* » des valeurs ainsi acquises, dès l'instant que celles-ci ne sont pas encore cotées régulièrement en France.

Lorsque, par le décret du 10 janvier 1928, la loi de 1918 fut suspendue, il fut bien spécifié par le Directeur du Mouvement Général des Fonds à M. LAZARUS, Président de la Conférence des Arbitragistes, que si les deux arrêtés ministériels sur l'arbitrage étaient devenus sans objet, la loi de 1916 n'en demeurerait pas moins en vigueur (9).

Enfin, il faut indiquer quelle interprétation fut donnée par l'Administration de la loi de 1916, à l'égard de certaines catégories particulières de titres.

En ce qui concerne les valeurs coloniales, pour lesquelles on aurait pu s'attendre à ce que, sous l'influence d'une certaine mystique impériale, la loi de 1916 ne leur fût point appliquée, le Gouvernement, au contraire, les assimila pratiquement aux valeurs étrangères, comme cela résulte de la correspondance échangée et d'entretiens entre les Chambres Syndicales intéressées et le Ministère des Finances.

Des distinctions prudentes furent en effet établies, quant au lieu du siège social et au lieu d'exploitation principale, par M. POINCARÉ, alors Président du Conseil et Ministre des Finances, notamment dans une lettre en

(9) Lettre de M. Lazarus à M. Lehideux, Président de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province, en date du 8 mai 1928.

date du 9 mai 1927 adressée au Président du Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comptant (10). Le Ministre prescrivit de considérer comme étrangères les sociétés ayant leur siège social dans un pays placé sous protectorat ou sous mandat français (Tunisie, Maroc, Cameroun, etc...). Par contre, les Sociétés n'ayant que leur principal comptoir ou lieu d'exploitation dans un de ces pays, devaient, bien qu'ayant leur siège social en France, être considérées comme « coloniales », et à ce titre, la demande d'introduction de leurs titres en Bourse pouvait bénéficier d'une procédure un peu plus expéditive que celle instituée pour les valeurs étrangères.

Pendant un certain temps, l'Algérie elle-même fut considérée comme colonie, à cet égard. Depuis, seuls furent regardés comme terres étrangères les pays sous protectorat et sous mandat.

En ce qui concerne les Sociétés françaises exploitant à l'étranger, la procédure de demande de dérogation à la loi de 1916 dut être la même que pour les valeurs coloniales (11).

Quant aux titres des sociétés holdings françaises émis par celles-ci en représentation d'actions de sociétés, étrangères, il en alla pareillement (12).

Ainsi, l'interprétation administrative de la loi de 1916 se montra, en tous les cas, aussi restrictive que possible. Et, cependant, la période exceptionnelle, qui

(10) Archives du Syndicat Général des Banquiers en Valeurs près la Bourse de Paris.

(11) Lettre de M. Chéron, Ministre des Finances, en date du 9 janvier 1929 à M. le Président du Syndicat des Banquiers en Valeurs (archives de ce Syndicat).

(12) Lettre de M. Poincaré au même Syndicat, en date du 6 octobre 1927.

avait suscité cette loi, semblait à beaucoup révolue et c'est pourquoi des milieux professionnels s'élevaient, contre le maintien de l'interdiction de 1916, les critiques les plus vives.

*
**

Ces critiques peuvent être classées en deux ordres : celles concernant les lenteurs et les difficultés de procédure auxquelles la loi de 1916 soumettait les demandes d'introduction, et celles relatives au principe même de l'interdiction et à ses conséquences. Des premières qui ont porté leur fruit, nous parlerons au chapitre suivant consacré à l'assouplissement de la loi de 1916. Les secondes seules, ayant trait au fond même de la loi, retiendront ici notre attention.

En mai, 1932, M. Georges BONNET déposa sur le bureau de la Chambre une proposition de loi tendant à modifier la loi de 1916, en en supprimant le mot « introduction ». Dans l'exposé des motifs de cette proposition de loi, M. G. BONNET exprime très clairement et résume l'essentiel des critiques adressées à la loi de 1916.

« Nous venons vous proposer, dit-il, de compléter
« l'œuvre déjà commencée par le législateur en modifiant à nouveau des dispositions (13) qui, si elles
« étaient indispensables pendant la durée des hostilités,
« *n'ont plus raison d'être maintenant*. Il résulte, en effet,
« des débats qui se sont déroulés l'an dernier au Parlement, que les dispositions de la loi de 1916 *ne donnent*
« *aucune sécurité aux épargnants*.

(13) La loi de 1920 avait, on l'a rappelé plus haut, relevé les valeurs françaises de l'interdiction de la loi de 1916.

« Bien au contraire, elles risquent de leur donner
« la dangereuse illusion que les valeurs étrangères ainsi
« admises à la Cote avec l'autorisation du Ministre des
« Finances offrent une garantie exceptionnelle. »

M. G. BONNET estime d'ailleurs que les dispositions de la loi de 1916 ne doivent pas toutes être abrogées, mais seulement celles relatives à l'introduction sur le marché.

« Nous estimons, dit-il, qu'il y a lieu dès maintenant
« d'autoriser, et *sous la responsabilité des organismes*
« qualifiés des bourses de valeurs, la libre admission à
« la Cote des actions ou obligations de sociétés étran-
« gères. »

De cet exposé de motifs, se dégagent les trois thèmes qui furent développés et orchestrés de façon plus ou moins heureuse par la critique financière du moment : 1° anachronisme de la loi de 1916, 2° fausse interprétation, de la part de l'épargne, des autorisations gouvernementales, 3° impossibilité pour les Pouvoirs Publics d'asseoir leur appréciation sur des éléments suffisants, leur permettant de se prononcer en connaissance de cause et nécessité de s'en remettre aux organismes compétents, l'effet de leur décision demeurant d'ailleurs toujours susceptible d'être annulé par le Ministre des Finances, en vertu du droit d'interdire les négociations de valeurs étrangères que celui-ci tient de l'article 5 du décret de 1880 (14).

A ces critiques de fond, s'ajoutaient des considérations plus larges, ayant trait à la nécessité de rendre à

(14) Voir ci-dessus, chapitre II.

la place de Paris son caractère de grand marché international de capitaux.

Si l'on fait abstraction des arguments mis en avant, à cet égard, au cours de campagnes de presse dont le moins qu'on ait pu dire, c'est qu'elles n'étaient pas toujours empreintes de la plus parfaite objectivité, le principal motif invoqué en faveur de l'abrogation de la loi de 1916 fut le rétablissement de notre balance des comptes, obtenu grâce à la politique de redressement du franc, conduite par M. POINCARÉ, au lendemain de la débâcle monétaire de 1926.

L'on estimait que c'eût été matérialiser le rapatriement des devises que de laisser se muer l'afflux nouveau des capitaux en un flux de valeurs étrangères nouvelles.

L'on considérait cette période comme constituant l'inverse même de celle qui suscita la loi de 1916, c'est-à-dire de celle des hostilités, des importations massives nécessitées par la conduite de la guerre, importations que permit pour une grande part notre position créditrice à l'étranger, due à notre portefeuille de valeurs étrangères.

Bref, renforcée par l'expérience de la mobilisation des devises durant la guerre, renaissait la mystique de la France créditrice partout dans le monde.

Et cependant, pour une épargne demeurée sous l'impression « des jours sombres du franc », cette mystique ne constituait, somme toute, qu'un climat favorable à la recherche d'un refuge monétaire, quand elle n'était un alibi à la poursuite de profits importants et faciles, dont le mirage subsistait encore.

CHAPITRE V

L'ASSOUPPLISSEMENT DE LA LOI DE 1916

Malgré les critiques plus ou moins désintéressées dont elle a fait l'objet, la loi de 1916 a été appliquée et maintenue dans sa ligne initiale par une administration respectueuse de la volonté du législateur.

L'aspect négatif de l'interprétation administrative, dû au caractère même de la loi, s'est complété néanmoins d'un aspect positif, constitué par un assouplissement des conditions dans lesquelles les intéressés purent obtenir les dérogations prévues.

Cet assouplissement ne consista nullement en une déviation des principes initiaux de 1916, mais simplement en une rationalisation de la procédure de l'autorisation ministérielle.

L'on verra d'ailleurs que cette simple modification de procédure a constitué néanmoins un premier pas, non certes vers l'abrogation de la loi de 1916, mais vers une substitution des compétences, qui réduisit l'agrément ministériel à un simple droit de veto.

*
**

L'on a indiqué, au chapitre précédent, que l'un des arguments avancés en faveur de l'abrogation de la loi de 1916 était la difficulté dans laquelle se trouvait le Gouvernement, sinon même le Ministre compétent, de

se prononcer véritablement en connaissance de cause, abstraction faite de l'opportunité politique de sa décision.

Et précisément, c'était, à côté d'autres causes d'ordre secondaire, la raison des lenteurs et de la complication auxquelles étaient soumises les demandes de dérogation.

Pour chaque introduction, un dossier volumineux (1) devait être adressé au Ministère des Finances où il séjournait un minimum de trois semaines. Il était ensuite dirigé sur le Ministère des Affaires Etrangères (ou au Ministère des Colonies, s'il s'agissait de valeurs coloniales) qui demandait un rapport à l'attaché financier dans le pays d'origine de la valeur ou, à défaut, au consul. Ces derniers s'adressaient d'ordinaire, d'ailleurs, aux banques locales, qui ont généralement des succursales ou des représentants en France susceptibles de fournir exactement les mêmes renseignements !

Toutes ces formalités demandaient environ deux mois, et au bout de ce délai, le dossier revenait au Ministère des Finances où, après ce périple, il allait être examiné.

Ce soin fut confié initialement à une Commission administrative, dite Commission 1916. C'est sur le vu de ses travaux et de ses conclusions que le Ministre prenait la décision finale, sous forme d'arrêté comme prévu par la loi.

(1) Ce dossier comprenait notamment : 1° les rapports aux trois dernières assemblées générales, avec les bilans, — 2° la liste des Membres du Conseil d'Administration avec la nationalité de chacun d'eux, — 3° la liste des places où la valeur était déjà cotée, — 4° une note résumant l'activité de la société, ses résultats, son programme, etc...

Par arrêté du 26 décembre 1928 (2), la composition de cette Commission fut quelque peu élargie.

Elle comprenait ainsi le Directeur du Mouvement Général des Fonds, Président, — le Directeur Général des Contributions Directes, de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre ou son représentant, — un Inspecteur Général des Finances, — un Directeur adjoint ou un Sous-Directeur de la Direction du Mouvement général des Fonds, — un représentant du Ministre des Affaires étrangères, — le Gouverneur de la Banque de France ou son représentant, — le Syndic de la Compagnie des Agents de Change de Paris ou son représentant, — le chef du bureau central de la Direction du Mouvement général des Fonds et un sous-chef de bureau de la même direction remplissant les fonctions de Secrétaire et de Secrétaire adjoint de la Commission, avec voix consultative.

Il était précisé à l'article 1^{er} de l'arrêté précité que cette Commission était chargée « d'émettre un avis sur « les demandes de dérogation aux dispositions de « l'article 1^{er} de la loi du 31 mai 1916 ».

On peut remarquer, par sa composition, que cette Commission avait un caractère purement administratif et qu'elle ne comprenait aucun représentant soit de l'épargne, soit des sociétés, soit des marchés de province.

Si nous en avons rappelé ici le rôle et la constitution, c'est pour mieux mettre en relief l'innovation qu'a représenté le Comité Central de la Bourse, créé par l'arrêté ministériel du 15 septembre 1933.

(2) *J. O.* du 27 décembre 1928, p. 13.434.



Il a été fait allusion au chapitre précédent à une proposition de loi déposée par M. Georges BONNET en 1932, tendant à soustraire à l'interdiction de la loi de 1916 l'introduction des titres étrangers et d'en confier la responsabilité aux organismes qualifiés des bourses de valeurs.

Faute par ce projet de se muer en loi, il se traduit en un arrêté en date du 15 septembre 1933, sous la signature de M. Georges BONNET, alors Ministre des Finances, arrêté qui, pour ne modifier en rien la loi de 1916, en constituait cependant une dérogation générale et permanente, sous réserve de l'avis d'un Comité constitué à cet effet.

Voici d'ailleurs le texte de cet arrêté (3) :

« Le Ministre des Finances,

« Vu la loi du 31 mai 1916 modifiée par l'article 32
« de la loi du 31 décembre 1920,

« *Article premier.* — Par application de l'article 1^{er}.
« de la loi du 31 mai 1916, modifiée par la loi du 31
« décembre 1920, *il est dérogé à l'interdiction d'introduction sur le marché en France de titres autres que les*
« *titres de rentes, emprunts et effets des Gouvernements*
« *étrangers et collectivités publiques étrangères, sous*
« *réserve que cette introduction ait fait préalablement*
« *l'objet d'un avis favorable de la part du Comité Central*
« *de la Bourse* prévu par l'article 2 du présent arrêté.

« *Article 2.* — *Il est institué un Comité Central de la*
« *Bourse*, composé ainsi qu'il suit : le Syndic de la Com-
« pagnie des Agents de Change près la Bourse de Paris,
« président ; deux agents de change près la Bourse de
« Paris ; le Syndic d'une Compagnie d'Agents de Change

(3) J. O. du 23 septembre 1933.

« près d'une Bourse de province; le Président du Syndicat
« Général des Banquiers en Valeurs près la Bourse de
« Paris ; un banquier en valeurs à la Bourse de Paris ;
« le Président de l'Association Nationale des Porteurs
« Français de Valeurs mobilières, ou son représentant ; le
« Délégué général de la Fédération des Porteurs de Valeurs
« Mobilières, ou son représentant. Les membres de ce
« Comité seront nominativement désignés par décision du
« Ministre des Finances. .

« *Article 3.* — Le présent arrêté sera déposé au bureau
« chargé du Contreseing pour être notifié à qui de droit
« et sera inséré au *Journal Officiel* ».

Cet arrêté fit l'objet d'un passage particulier du communiqué publié à l'issue de la séance du Conseil des Ministres, au cours de laquelle il fut approuvé, passage où il fut dit notamment :

« Le Ministre des Finances conservera néanmoins
« le droit d'interdire la *négociation* en France des
« valeurs étrangères, interdiction prévue par le décret
« du 6 février 1880. »

Ce rappel des pouvoirs ministériels marque bien que cet arrêté ne constituait pas seulement une simplification de procédure, mais encore, par le fait d'une dérogation générale, substituait la compétence du Comité Central de la Bourse à celle du Ministre, à l'effet d'autoriser les introductions sur le marché, le Gouvernement se réservant seulement d'en atténuer ou d'en annuler les effets, en interdisant la négociation des titres ainsi introduits.

L'on peut remarquer aussi, dans ce sens, que de par sa composition, le Comité Central de la Bourse diffère absolument de la Commission ministérielle de 1928 : aucun fonctionnaire, ni commissaire du Gouvernement

n'y siègent ; seuls s'y trouvent réunis les représentants des organismes boursiers, auxquels se joignent ceux de l'épargne, ces derniers n'ayant à défendre que des intérêts déterminés et non la politique financière générale du Gouvernement.

Mais l'institution du Comité Central de la Bourse constituait aussi une simplification de la procédure d'introduction des valeurs étrangères, en ce sens qu'il n'incomba plus qu'aux Chambres Syndicales intéressées d'établir le dossier d'introduction, et cela avec toute la célérité et la précision technique désirables. Ce dossier, soumis au Comité, put ainsi recevoir une solution d'admission ou de rejet immédiat.

Cependant — et cela est significatif du souci, de la part des Pouvoirs Publics, de contrôler très étroitement l'activité des marchés français de valeurs étrangères — la faculté d'interdire les négociations, que le Ministre tenait du décret de 1880, fut exercé à la façon d'un droit de veto à l'égard des décisions du Comité Central de la Bourse.

Aussi bien, l'usage s'établit-il d'attendre un délai de trois semaines environ, à partir du jour où le dossier avait été admis par le Comité, avant de procéder aux formalités de publication au *Bulletin Officiel d'Annonces légales*, prescrites par la loi de 1907 (4).

Somme toute, l'on peut considérer que l'arrêté du 15 septembre 1933, tel qu'il fut appliqué, en réduisant à un simple droit de veto l'agrément ministériel, constitua une répartition nouvelle des responsabilités, en

(4) Voir *infra*, V^e partie.

rationalisant la procédure. Au Comité l'appréciation de la valeur intrinsèque des titres à introduire, au Ministre celle de l'opportunité politique et financière de leur négociation et des opérations que suppose celle-ci. L'on est demeuré dans l'esprit de la loi de 1916 : les Pouvoirs Publics conservent — théoriquement du moins — le contrôle des investissements de capitaux à l'étranger, dont les négociations en Bourse constituent un des moyens les plus aisés.

*
**

On pouvait considérer cependant que si la procédure d'introduction en Bourse avait été simplifiée, elle constituait à la fois un certain revirement de la part des Pouvoirs Publics, dans le sens d'un octroi plus large des autorisations sollicitées, et pour les professionnels un succès que leur avaient valu les critiques acerbes dont les lenteurs et les difficultés antérieures d'admission à la Cote avaient fait l'objet.

En réalité, l'arrêté de 1933 ne souleva point l'enthousiasme.

Il fut remarqué que le Marché en Banque, principal intéressé comme pionnier de valeurs étrangères, n'avait que deux représentants au Comité Central de la Bourse, contre quatre du Parquet et deux de l'Epargne.

L'on considéra de plus que ces représentants de l'épargne étaient ou superflus ou trop peu nombreux et que, comme tels, leur avis ne pouvait prévaloir, s'il se heurtait à celui des autres membres ; cependant, leur seule présence devait justifier les introductions au regard des épargnants !

Ensuite l'on conclut, du fait de l'intervention ministérielle, qu'après la décision du Comité Central de la Bourse, la Commission administrative de 1928, consultée par le Ministre, serait appelée à donner son avis, ce qui devait entraîner de nouvelles formalités et de nouvelles lenteurs. L'épargne, ainsi que le Parquet et le Marché en Banque allaient ainsi participer à la responsabilité des décisions, sans qu'il leur soit permis un choix indépendant et rapide.

A ces critiques s'en ajoutaient une autre enfin, ayant trait à la constitution d'un organisme unique, décidant de l'introduction sur deux marchés distincts, malgré leurs différences de caractère et de fonctions. A cela, il était répondu qu'au contraire, le fait que la responsabilité de la décision était partagée par les deux organismes directeurs du marché constituait une garantie pour le public, et que leur rivalité au sein du Comité céderait le pas à la sage tradition selon laquelle certaines valeurs effectuent préalablement un stage au marché libre avant d'être admises à la cotation officielle. Mais il n'en demeurerait pas moins vrai que, par la création du Comité Central de la Bourse, M. Georges BONNET s'était écarté de la voie qu'il avait tracée lors de sa proposition de loi en 1932 et selon laquelle la décision des introductions devait être le fait des seuls organismes compétents.

Aussi bien, s'il représenta un certain progrès au point de vue de la simplification de la procédure d'introduction — et cela seulement dans la mesure où la Commission administrative du Ministère des Finances ne reprenait pas toute l'enquête selon la formule ancienne — l'Arrêté du 15 septembre 1933 constitua-t-il

de la part des Pouvoirs Publics, plutôt une velléité passagère qu'un changement véritable de leur attitude à l'égard des marchés français de valeurs étrangères.

Mais, comme tel, il n'en demeure pas moins important, car il témoigne de la constance de la politique financière qui vient d'être rappelée et que ni l'opinion, ni même les changements survenus dans la situation générale du pays n'ont su faire dévier.

CHAPITRE VI

LE MAINTIEN DE LA LOI DE 1916

Si le résultat le plus clair de l'arrêté de 1933 fut de confirmer le Ministre des Finances dans le droit qu'il tenait du décret de 1880, d'interdire à tout moment la négociation des valeurs étrangères, l'on peut donc considérer qu'en ce qui concerne l'« introduction sur le marché » de celles-ci, la loi de 1916 est demeurée pleinement en vigueur, et que la dérogation générale qui y fut apportée fut purement théorique.

Avant comme après la création du Comité Central de la Bourse, l'attitude des Pouvoirs Publics demeura par conséquent inchangée, et les valeurs étrangères ne furent pas plus facilement admises aux cotes des deux principaux marchés que les fonds d'Etat ou les obligations de collectivités publiques étrangères, encore soumis les uns et les autres à la procédure de la commission et de l'autorisation ministérielles.

Les autorisations accordées depuis 1916 comme après 1933 ne le furent le plus souvent que pour sanctionner le fait accompli d'introductions déjà réalisées en pratique, ou encore sous la pression de certaines interventions, ou de certains événements d'ordre extra-financier.

Ou bien ces autorisations furent données à l'occasion de telle ou telle opération d'emprunt par l'Etat à l'étranger, à titre compensatoire ; ou bien elles le furent

encore dans le cadre d'une réorganisation du marché en Banque, dont il était apparu qu'il fallait regarnir la cote, devenue insuffisante pour assurer aux coulissiers le chiffre d'affaires indispensable à équilibrer leurs frais généraux.

Bref, les dérogations à la loi de 1916 ont revêtu un caractère d'exception, sans jamais résulter d'une politique suivie, tendant à faire de Paris un grand marché international.

Bien au contraire, l'on peut considérer que la loi de 1916 ne constitua pas seulement la dernière étape du protectionnisme financier, mais le point de départ d'une nouvelle période au cours de laquelle ce protectionnisme, surtout théorique antérieurement, s'affirma chaque jour davantage dans les faits.

*
**

Ce serait dénier tout droit à la critique que de postuler du maintien de la loi de 1916 qu'ait véritablement existé et que se soit prolongée jusqu'à nos jours une situation économique et politique le justifiant.

Mais il est néanmoins évident que ce maintien correspond à l'évolution générale, dont la guerre de 1914-18 et les perturbations qui l'ont suivie ont précipité le mouvement, sans d'ailleurs en avoir été les causes. Cette évolution est celle d'une économie libérale qui, ne trouvant plus en elle les facteurs d'équilibre nécessaires, céda progressivement le pas à une organisation nouvelle de la production et des échanges, qui supposait, par

principe, l'intervention, le contrôle et l'arbitrage permanents de l'Etat.

Ce n'est donc pas en une telle occurrence que l'on pouvait s'attendre à ce que le gouvernement français renonçât à exercer une surveillance étroite des investissements à l'étranger sous forme d'acquisition de valeurs mobilières.

Mais si cela explique, dans une certaine mesure, le maintien de la loi de 1916, celui-ci s'en trouve-t-il pour autant justifié ?

Répondre à cette question du point de vue de l'économie générale dépasserait le cadre de cette étude, comme amenant à discuter de l'attitude des Pouvoirs Publics, non plus à l'égard des seuls marchés français de valeurs étrangères, mais vis-à-vis de ces dernières en général.

Il convient plutôt ici de rechercher si le maintien de la loi de 1916 et surtout l'esprit dans lequel celle-ci fut appliquée, correspondirent véritablement à la politique de protectionnisme financier si souvent exprimée par les divers gouvernements successifs. En d'autres termes, le régime purement négatif et restrictif qui, malgré l'arrêté de 1933, s'est prolongé jusqu'à nos jours, fut-il propre à assurer à cette politique une application à la fois effective et profitable au plus grand nombre ?

Sur le point essentiel de l'évasion des capitaux, l'on peut dire que la loi de 1916, si elle en contraria le mouvement, ne l'empêcha pas. L'on a rappelé plus haut l'importance des introductions frauduleuses et l'on en a indiqué les voies et moyens. De plus, ce n'est tout de même pas sous la seule forme d'acquisition à la Bourse

de Paris que peuvent s'enfuir des capitaux inquiets ou migrants par nature ! D'abord, il existe les places étrangères, sur lesquelles les ordres peuvent être transmis par des courtiers dont les représentants à Paris ou autres grandes villes sont à la disposition de la clientèle française. Ensuite, il y a l'exportation pure et simple des fonds, ou encore leur non-rapatriement, lorsqu'ils sont le prix de marchandises vendues à l'étranger. Les dispositions prises en 1925 et relatives à l'obligation de déclarer les biens à l'étranger ne les en ont ni écartés, ni fait revenir !

Par contre, du point de vue de la défense de l'épargne, la loi de 1916, tant par les fraudes que suscitérent ses interdictions que par les dérogations officielles auxquelles ces dernières donnèrent lieu, favorisa les placements risqués ou de mauvais aloi. En effet, l'introduction frauduleuse des titres n'alla pas sans profits scandaleux pour ceux qui, à divers degrés, y collaborèrent, et cela au grand dam d'une clientèle qui, trop souvent, vit se dévaloriser des titres qui lui avaient été offerts à des prix excessifs parce qu'incontrôlables.

En outre, l'autorisation ministérielle, lorsqu'elle était accordée, conférait aux titres nouveaux une garantie qu'elle n'avait certes pas eu pour but de leur donner, mais dont l'effet rassurant se faisait sentir sur une épargne encore friande, malgré ses déboires, de cautions officielles.

Enfin, toujours en ce qui concerne la défense de l'épargne, il faut signaler le préjudice que causa aux souscripteurs d'une tranche non admise d'actions étran-

gères le refus fréquent d'autoriser l'assimilation de cette tranche à celles déjà cotées.

Il en résulta non seulement que les porteurs de titres se trouvaient dans l'impossibilité de les négocier sur place, mais encore qu'ils étaient, pour cette raison, incités à le faire à l'étranger, quitte au surplus à y laisser le produit des ventes ainsi réalisées.

Il en résulta également des écarts de cours, souvent considérables, entre les titres des diverses tranches cotées ou non, écarts que l'arbitrage ne parvenait à réduire, faute de « papier » négociable.

Mais, dans cet ordre d'idées, il y eut plus grave. Certaines sociétés anglaises, comme la Shell Transport, résolurent un jour (1) de transformer les actions représentant le capital en « stocks » ne mentionnant que le numéro du warrant et non plus celui des actions représentées. Ainsi, il devenait impossible, tous les titres n'étant pas admis à la Bourse de Paris, de reconnaître ceux qui y étaient négociables et livrables de ceux qui ne l'étaient pas. Le gouvernement était donc placé devant l'alternative de faire rayer toutes les actions « Shell » de la Cote, au plus grand préjudice des porteurs français, ou d'autoriser l'assimilation des actions non encore admises. Après bien des hésitations, les assimilations nécessaires furent accordées ; mais on avait, une fois de plus, mesuré tout ce qu'une politique financière purement négative avait de nuisible et de dangereux à cet égard.

Et cependant, il semble que le même protectionnis-

(1) Assemblée générale extraordinaire de la Shell, tenue le 2 mars 1937.

me financier eût pu revêtir un aspect positif, disons mieux, véritablement constructif.

Au point de vue auquel s'était placé le législateur de 1916, c'est-à-dire avec pour but la mise de tous les capitaux à la seule disposition du Pays, le gouvernement, au lieu d'exaspérer, par ses interdictions, le goût du public pour les valeurs étrangères, aurait, semble-t-il, plus utilement consacré ses efforts soit à pratiquer une politique grâce à laquelle les industries nationales eussent pu bénéficier de ces capitaux en quête d'emploi, soit les diriger vers nos territoires d'outre-mer, grâce à des mesures, largement comprises, de publicité, de taux d'intérêt plus favorable, de garanties spéciales..... — Mais à cet égard, l'on se souvient qu'aux yeux de l'Administration de M. POINCARÉ, les valeurs coloniales apparaissent assimilables aux valeurs étrangères ! Et les discours officiels étaient cependant remplis de sonorités impériales !

Abrogeant la loi de 1916 et conservant le seul frein nécessaire du décret de 1880, le gouvernement eût peut-être pu, d'autre part, exiger, en contre-partie de l'admission sur nos marchés de valeurs étrangères, la cotation sur les places d'origine, à titre de réciprocité, de certains de nos emprunts ou de nos titres du meilleur aloi.

Ainsi aurait véritablement été créé un courant international de capitaux, non à sens unique, mais comportant un flux et un reflux incessants, véritable balancier de nos comptes et de nos règlements avec l'étranger.

Mais c'eût été là le résultat d'une conception libérale, que les événements avaient déjà dépassée. Et ce fut

— on peut le constater à propos de la politique financière comme à d'autres égards — le drame de cette période écoulée d'une époque à une autre, et durant laquelle on pensait encore selon les concepts physiocratiques de l'équilibre par le mouvement, alors que tout contraignait à agir en un sens différent.

QUATRIEME PARTIE

LES ENTRAVES FISCALES AU FONCTIONNEMENT DES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

Nous avons étudié, au cours des pages qui précèdent, les diverses mesures légales ou administratives concernant le principe même de l'introduction et de la négociation des valeurs étrangères.

Parallèlement à cette politique financière, a été pratiquée, à l'égard de ces dernières, une politique fiscale qui, tout en poursuivant son objet particulier, eut une répercussion importante sur les marchés français.

C'est dans cette seule mesure qu'il est justifié d'indiquer ici la nature et l'incidence de cette politique, son orientation initiale, sa mise au point progressive, et enfin les modifications qui lui furent apportées sous la pression de l'opinion publique et des faits.

Nous rappellerons donc brièvement tout d'abord les principes essentiels du régime fiscal des valeurs mobilières en France.

En second lieu, nous examinerons les efforts du législateur pour rendre pratiquement applicable ce régime aux valeurs étrangères.

Nous verrons ensuite quelles furent les conséquences de cette politique fiscale en ce qui concerne les marchés français de valeurs étrangères.

Enfin, nous indiquerons les changements relativement récents apportés aux lois jusque-là en vigueur, dans le but d'assouplir le système existant.

CHAPITRE PREMIER

LA LEGISLATION FISCALE CONCERNANT LES VALEURS MOBILIERES

Ce n'est qu'au cours de la seconde moitié du siècle dernier que fut élaborée une législation fiscale particulière aux valeurs mobilières et qui établit à leur égard trois impôts distincts, à savoir : le droit de timbre, la taxe de transmission et la taxe sur le revenu.

1° *Droit de timbre.* — Les titres émis antérieurement au 1^{er} janvier 1851 étaient simplement soumis au timbre de dimension, s'il s'agissait d'actions ou de certificats, au timbre proportionnel s'il s'agissait d'obligations.

La loi du 5 juin 1850 institua le droit de timbre. Aux termes de l'article 14 de cette loi, chaque titre ou certificat d'action dans une Société, Compagnie ou entreprise quelconque, financière, commerciale, industrielle ou civile, était assujetti à un droit de timbre proportionnel de 0,50 % pour celles dont la durée ne devait pas excéder dix ans et à 1 % pour les autres. Ces tarifs ont été quelque peu relevés depuis lors !

Les sociétés pouvaient faire timbrer leurs titres au comptant. Mais la loi de 1850 leur donnait la faculté de contracter un *abonnement* pour toute la durée de leur existence sociale et ce moyen d'acquittement du droit de timbre fut le plus fréquemment pratiqué.

Notons enfin que le droit de timbre fut étendu aux titres des sociétés étrangères par la loi du 23 juin 1857 et aux fonds d'Etats étrangers par celle du 13 mai 1863.

2° *Droit de transmission.* — En fixant le tarif des droits de timbre applicable aux actions et aux obligations, la loi du 5 juin 1850 avait statué qu'au moyen du paiement de ces droits, les cessions qui seraient faites de ces titres demeureraient exemptes de tout droit et de toute formalité d'enregistrement.

Mais aux termes de l'article 6 de la loi du 23 juin 1857, toute cession de titres ou promesse d'actions ou d'obligations dans une société, compagnie ou entreprise quelconque, financière, industrielle, commerciale ou civile française ou étrangère, quelle que soit la date de sa création, fut assujettie à un *droit de transmission* calculé sur la valeur négociée.

Une distinction était faite entre les titres nominatifs et les titres au porteur. Pour les premiers, leur mutation ne pouvant s'effectuer que par une déclaration de transfert inscrite aux registres de la Société, le droit de transmission dut être perçu pour le compte du Trésor, au moment du transfert, par les sociétés elles-mêmes. — En ce qui concerne les titres au porteur dont les mutations ne sont pas portées à la connaissance de la société, la perception du droit de transmission dut s'effectuer sous la forme d'une taxe annuelle payée chaque trimestre au vu d'états dressés par la collectivité émettrice et indiquant le nombre de titres au porteur existant au dernier jour du trimestre.

Enfin, alors qu'en acquittant le droit de timbre au comptant ou par abonnement sur ses titres, il était admis

que la société ne faisait que payer sa propre dette, l'article 7 de la loi précitée du 23 juin 1857 stipulait expressément que la taxe annuelle était avancée par les collectivités, sauf leur recours contre les porteurs de titres.

3° *Taxe sur le revenu.* — Le troisième impôt supporté par les valeurs mobilières est la taxe sur le revenu, qui n'est ni un droit de timbre, ni un droit d'enregistrement, mais un impôt direct d'une nature particulière. Il fut établi par la loi du 29 juin 1872.

Cette loi assujettit à l'impôt : 1° les arrérages et intérêts annuels des emprunts et obligations des départements, communes et établissements publics ainsi que ceux des sociétés, compagnies et entreprises quelconques ; — 2° les intérêts, dividendes, revenus et tous autres produits des actions de toute nature, compagnies ou entreprises quelconques financières, industrielles, commerciales ou civiles, quelle que soit l'époque de leur création.

C'est la distribution de ces intérêts ou de ces dividendes qui constitue le fait générateur de l'impôt.

Tels sont, brièvement rappelés, les trois impôts supportés par les valeurs mobilières. Ils furent, dans la pensée du législateur, applicables aux valeurs françaises comme aux valeurs étrangères. Nous allons étudier maintenant de quelle manière celui-ci s'est efforcé d'en poursuivre l'acquittement pour ces dernières.

CHAPITRE II

APPLICATION DES LOIS FISCALES AUX VALEURS ETRANGERES

Ce n'est que dans la mesure où les valeurs étrangères manifestent leur existence en France qu'il est possible de leur appliquer notre système fiscal. Toute autre conception de la question conduirait à violer le principe de la territorialité de l'impôt.

C'est pourquoi les dispositions légales ou administratives prises à ce sujet ont visé essentiellement, et de façon de plus en plus serrée, les manifestations tangibles et apparentes de la circulation des valeurs étrangères à l'intérieur du pays.

Entrant dans cette voie, le législateur fut amené par conséquent, et de façon de plus en plus claire à mesure que l'expérience lui démontrait l'inefficacité de la réglementation existante, à préciser les opérations qu'il jugeait devoir soumettre à son contrôle.

C'est la loi du 23 juin 1857 qui, nous l'avons dit, édicta la première, par son article 9, que les titres des sociétés étrangères devaient être soumis à des droits *équivalents* à ceux que supportent les titres des sociétés françaises. Dans le même article, il était précisé que les valeurs étrangères « ne pourront être *cotées* et *négociées* » en France qu'en se soumettant à l'acquittement de « ces droits ».

En outre, l'article 9 encore indiquait qu'un règlement d'administration publique devait fixer le mode d'établissement et de perception de ces droits dont l'assiette reposerait « *sur une quotité déterminée du capital social* », celle représentée par les titres qui étaient censés circuler en France.

Ce règlement d'administration publique fut promulgué le 17 juillet de la même année et son article 11 disposa expressément que les titres des sociétés et entreprises étrangères seraient soumis à la taxe d'abonnement. *L'abonnement obligatoire était institué* et cette obligation rendue applicable aux titres dont la circulation en France se manifestait, selon l'article 9 de la loi du 23 juin 1857, lors seulement de leur cotation ou de leur négociation.

D'ailleurs, de la façon dont fut rédigé ce règlement d'administration publique qui ne faisait plus allusion qu'à « l'admission à la Cote », l'on a pu prétendre que par négociation, le législateur avait exclusivement entendu les « négociations officielles », c'est-à-dire celles effectuées par l'intermédiaire des Agents de Change.

C'est cette interprétation restrictive qui a prévalu, et les titres des Sociétés étrangères négociés sur d'autres marchés que le Marché officiel, continuèrent d'échapper aux taxes annuelles du timbre et de transmission (1).

*
**

(1) En ce qui concerne les fonds d'Etats étrangers, l'interprétation de la loi du 13 mai 1863 qui, comme nous l'avons rappelé plus haut, ne soumettait ces titres qu'au droit de timbre, fut la même. La taxe ne pouvait les atteindre que lors de leur négociation sur le marché officiel (Jugement du Tribunal de la Seine du 3 mars 1866).

Tel fut le premier stade d'application aux valeurs étrangères des lois fiscales. Le législateur de 1857 n'avait voulu connaître que des transactions effectuées par l'intermédiaire des Agents de Change. Quels motifs l'avaient-ils conduit à ignorer la Coullisse ? Doit-on supposer que celle-ci, non encore organisée comme elle l'est de nos jours, ne lui semblait pas susceptible de donner prise à un contrôle efficace ? S'agissait-il, de la part des Pouvoirs Publics, d'un libéralisme qui n'osait s'avouer au grand jour ?

Toujours est-il que, par la suite, le législateur s'est préoccupé de cette situation et a nettement manifesté, à plusieurs reprises, sa volonté d'atteindre également les négociations non officielles des titres étrangers.

« Si l'on empêchait, disait M. Mathieu BODER, au
« nom de la Commission du budget, la *négociation en*
« *Coullisse* des valeurs étrangères qui n'ont pas acquitté
« les droits auxquels les titres français sont soumis, on
« arriverait évidemment à forcer toutes ces valeurs
« à payer l'impôt. Ce remède, nous le cherchons, mais
« nous croyons être utilement entrés dans la voie par
« les dispositions de l'article 2 du projet de loi, dans
« lequel nous avons indiqué certaines sanctions ; si elles
« ne sont pas suffisantes, nous en chercherons
« d'autres (2). »

C'est sous l'empire de ces préoccupations que fut voté tout d'abord l'article 2 de la loi du 30 mars 1872, qui assujettit au paiement d'un droit de *timbre au comptant* de 1 % de sa valeur nominale tout titre « *non coté* » faisant l'objet d'une *négociation*, d'une exposition en

(2) Séance de l'Assemblée Nationale du 30 mars 1872.

vente ou d'une énonciation en France dans tout acte ou écrit autre qu'un inventaire. L'une des trois taxes était au moins ainsi acquittée.

Ce n'était là qu'un premier pas. Lorsque, quelques mois plus tard, fut établie par la loi du 29 juin 1872 la taxe sur le revenu, il fut spécifié par l'article 4 de cette loi que les titres des sociétés étrangères ne pourront « être cotés, négociés, exposés en vente ou émis en France qu'en se soumettant au paiement des droits taxes de timbre, de transmission et d'impôt sur le revenu, supportées par les sociétés françaises ».

Il ne s'agissait donc plus seulement, comme sous l'empire de la loi de 1857, de cotations officielles, puisque les faits d'émission, de *négociation* et d'exposition en vente y étaient nommément désignés comme susceptibles de rendre les taxes exigibles.

Cependant, le législateur de 1872 n'a pas été beaucoup plus heureux que celui de 1857, en ce sens que, comme alors, un règlement d'administration publique en date du 6 décembre 1872 s'est borné à reproduire, avec moins de force peut-être, les dispositions de la loi qu'il avait pour objet de faire appliquer et auxquelles il ne donnait même pas de sanction efficace.

Aussi bien, ces prescriptions ne furent qu'imparfaitement exécutées. *En dehors des faits d'admission à la Cote officielle* et d'émission proprement dite, les sociétés étrangères, dont les titres étaient manifestement l'objet de négociations ou d'exposition en vente, continuèrent à se soustraire au paiement de la triple taxe annuelle d'abonnement supportée par les sociétés françaises, laissant à leurs porteurs le soin d'acquitter le

droit de timbre au comptant, établi par la loi du 30 mars 1872 précitée, lors de la première négociation en France.

De plus, cet état de choses fut en quelque sorte homologué par la loi du 28 décembre 1895, augmentant sensiblement le droit de timbre au comptant. Il résulte, en effet, des travaux préparatoires de cette loi, que le Gouvernement avait entendu frapper ainsi les valeurs non abonnées d'un droit supplémentaire représentant *l'ensemble* des impôts de timbre, de transmission et de taxe sur le revenu (3). L'on ne pouvait mieux marquer que, sauf cotation au Marché officiel, les valeurs non abonnées demeuraient légalement négociables.

*
**

Ce résultat n'était pas très brillant. Certes, il n'était pas aisé de réaliser, dans la pratique, l'application du principe de l'équivalence de l'impôt, successivement posé en 1857 et en 1872. Mais il n'en allait pas seulement de difficultés d'ordre technique. Nous faisons allusion plus haut à un certain libéralisme qui n'osait s'avouer. Il était pourtant une des causes, sinon l'un des mobiles, de cet échec plus apparent que réel. Il inspirait une politique tendant à sauvegarder les intérêts supérieurs qui procèdent du maintien dans le pays d'un large marché international, ainsi que l'exposait M. Félix FAURE dans la séance de la Chambre du 24 février 1893, lors de la discussion de la loi sur les opérations de Bourse et aussi — cela est significatif — sur la liberté du commerce et celle de la presse.

(3) Sirey, Lois annotées, 1896, page 75.

Ce furent deux arrêts de la Cour de Cassation qui provoquèrent une nouvelle intervention du législateur.

Après avoir reconnu, dans un arrêt du 17 janvier 1888, à propos du décret précité du 6 décembre 1872, qu'il était évidemment inadmissible que le règlement d'administration publique rendu pour l'exécution d'une loi pût en restreindre la portée, la Cour de Cassation avait décidé, par un arrêt du 12 avril 1897, que la loi du 29 juin 1872 n'est applicable qu'aux titres des sociétés étrangères admis aux négociations officielles *ou circulant sur le marché par suite d'un fait personnel à ces Sociétés*. Furent, en particulier, déclarés inopérants, au point de vue de l'application de la loi du 29 juin 1872, les faits d'émission et d'admission à la Cote officielle *antérieurs* à la publication de cette loi.

Ce fut donc en présence de cette doctrine qu'il parut nécessaire de fixer définitivement la question.

Les dispositions arrêtées à cet égard firent l'objet de l'article 12 de la loi de finances du 13 avril 1898. Cet article devait reprendre les expressions antérieures de « exposé en vente et émis », mais d'une part abandonner celle de « négocié » et d'autre part adopter celles de « mettre en souscription » et de « *introduit sur le marché* » qui n'avaient pas jusque-là été encore employées. Par cette dernière expression, le législateur avait pensé saisir de plus près encore les opérations par lesquelles pouvait se manifester sur les marchés français l'existence des valeurs étrangères. Comme nous le verrons plus loin, cette nouvelle rédaction n'atteignit que partiellement son but.

Or, donc, l'article 12 de la loi précitée était ainsi rédigé :

« L'amende prévue par l'article 3 de la loi du 25
« mai 1872 est applicable à toute personne qui effectue
« en France l'émission, la mise en souscription, l'expo-
« sition en vente ou *l'introduction sur le marché* des
« titres étrangers désignés dans l'article 4 de la loi du
« 29 mai 1872, *qui annonce ou publie les opérations*
« *ci-dessus*, et à toute personne qui fait le service finan-
« cier de ces mêmes titres, soit en opérant leur rembour-
« sement ou leur transfert, soit en faisant le paiement
« des coupons, *tant qu'un représentant responsable des*
« *droits de timbre, de transmission et de l'impôt sur le*
« *revenu dont ces titres sont redevables* n'aura pas été
« agréé.

« Des insertions périodiques au *Journal Officiel*
« feront connaître la liste des valeurs pour lesquelles la
« formalité ci-dessus aura été remplie. »

Un décret d'application en date du 22 juin 1898 précisa notamment que les sociétés étrangères peuvent s'affranchir de l'obligation de faire agréer un représentant responsable des droits dont elles sont ou pourront être redevables envers le Trésor, en déposant à la Caisse des dépôts et consignations un *cautionnement en numéraire* dont le montant sera déterminé par le Ministre, ou en vertu de délégation de ce dernier, par le Directeur général de l'Enregistrement.

Telles furent les grandes lignes de la réforme de 1898.

La caractéristique des dispositions inscrites dans la loi de finances du 13 avril 1898 fut la collaboration

effective imposée en France aux établissements de crédit et autres intermédiaires en vue d'assurer, dans la mesure du possible, la stricte application du principe d'équivalence depuis si longtemps posé entre les titres français et étrangers au point de vue des taxes.

Si ces dispositions semblent avoir atteint leur but fiscal (4), il y a lieu, ici, de se demander quelle fut leur répercussion pratique sur l'introduction et la négociation des valeurs étrangères sur les marchés français.

Comme nous l'avons indiqué, alors que l'introduction sur le Marché était expressément visée par la loi de 1898, le fait de négociation, inscrit dans la loi du 24 juin 1872, n'y figure plus. On dut en conclure que la simple négociation, en tant qu'elle se distingue évidemment de l'introduction, ne constituait pas l'un des faits générateurs des taxes d'abonnement, rendant uniquement le titre qui en est l'objet, par suite des prescriptions de la loi du 30 mars 1872, passible du droit de timbre au comptant, à la charge du porteur.

La véritable innovation de la loi de 1898 était donc de viser un fait qui, jusque-là, n'avait pas été en lui-même soumis au contrôle des lois antérieures : l'introduction sur le marché.

Cette expression peut certes être considérée comme un terme générique se rattachant à la notion de marché financier et, de ce fait, s'appliquant au besoin à toute opération de placement en France. Le législateur termi-

(4) Le produit des taxes annuelles a été, pour 1899, supérieur de près de deux millions à celui de l'année précédente, tandis que le produit du droit de timbre au comptant, qui, dans la pensée du législateur devait être perçu exceptionnellement, était tombé de 4.160.000 francs en 1896, à 1.703.000 francs en 1899.

nait ainsi son énumération par l'expression la plus générale. Mais on doit aussi considérer l'introduction sur le marché au point de vue des intermédiaires, et c'est en ce sens que l'instruction numéro 2.953 de l'Administration de l'Enregistrement précise, page 3, que l'introduction est le fait de l'établissement de crédit, du banquier, du professionnel en matière de vente et d'achat de valeurs en Bourse, qui écoule sur le marché français des titres qu'il a achetés en vue de créer sur la place un *courant d'affaires* sur ces valeurs ou d'accroître celui déjà existant. Par suite, l'opération doit avoir pour objet une *certaine quantité de titres*. Cette quantité d'ailleurs ne peut être déterminée pour chaque cas particulier qu'en tenant compte des circonstances ; il était donc impossible de la fixer d'avance d'une manière uniforme et invariable.

L'Administration doit avant tout considérer le volume du courant d'affaires suscité.

A partir donc de 1898, non plus seulement le fait de l'admission à la Cote du Marché officiel, mais aussi toute introduction effectuée sur le marché libre, impliquait l'abonnement aux trois taxes de la part de l'établissement étranger dont les titres faisaient l'objet de cette introduction, et l'agrément d'un représentant responsable ou le versement d'un cautionnement garantissant les droits dûs au Trésor.

Ainsi, la loi de 1898 était, en ce qui concerne l'obligation de l'abonnement, une loi établie pour l'avenir plutôt que destinée à réparer les omissions du passé.

En fait, elle ne s'appliquait, en ce qui concerne le

marché libre, qu'aux titres introduits postérieurement à sa promulgation. Là était la fissure de ce nouveau barrage.

Les titres ayant déjà fait l'objet de négociations en Coulisse ou, auparavant, cotés au Parquet, mais traités au marché libre par suite de leur désabonnement, échappaient, en justifiant d'une introduction antérieure à 1898, aux prescriptions nouvellement renforcées de l'abonnement obligatoire.

Mieux encore ; lorsque la Coulisse, en 1898, se constitua en deux Syndicats et fit paraître une Cote, les valeurs non inscrites à cette Cote continuèrent à se traiter sur le marché non réglementé ou « hors cote ». Sur ce dernier s'échangeaient des titres de sociétés étrangères non abonnées et ces échanges, en s'amplifiant et en se multipliant, étaient susceptibles de constituer un mouvement d'affaires tel, qu'il pouvait apparaître nécessaire aux Chambres Syndicales des Banquiers en Valeurs d'en contrôler la régularité des cours en enregistrant ces derniers sur leur cote journalière. Que l'introduction « hors cote » eût été effectivement pratiquée en fraude de la loi de 1898 ou qu'elle ne résultât que d'un accroissement, non prévisible au début, mais suffisamment important, du volume des affaires, elle demeurerait antérieure au fait de l'inscription à la Cote des deux Syndicats des Banquiers en Valeurs. Cette inscription ne constituait donc pas introduction. Elle facilitait les négociations, et bien que l'Administration eût prévu, notamment dans la circulaire numéro 2.953 précitée, le cas non seulement de la création d'un courant d'affaires, mais de son extension éventuelle, les

transactions effectuées en Coullisse sur des titres de Sociétés non abonnées et antérieurement introduits « hors cote », demeuraient légalement à l'abri de toute atteinte.

*
**

Faisons ici le point et indiquons quelle était la situation des marchés français en ce qui concerne l'introduction en Bourse et la négociation des valeurs étrangères.

Au marché officiel ne pouvaient plus, en vertu de la loi du 29 juin 1872, être admis à la Cote, en dehors des Fonds d'Etat soumis au simple droit de timbre au comptant, que des titres dont les sociétés avaient contracté l'abonnement obligatoire prévu par le règlement d'administration publique du 17 juillet 1857.

En ce qui concerne les introductions ou les négociations au Parquet, la loi de 1898 n'a donc pas apporté d'élément nouveau.

Par contre, en Coullisse, ne pouvaient plus être *introduits* que des titres dont les sociétés avaient satisfait aux prescriptions de l'abonnement.

En conséquence, les titres introduits au Parquet et dont les sociétés se désabonnaient, pouvaient être admis, et en fait étaient admis à être cotés et négociés au marché en Banque, puisque, pour ce dernier, il ne s'agissait pas d'introduction nouvelle.

De même, les titres introduits sur le marché en banque antérieurement à 1898 et non abonnés pouvaient continuer à y être négociés et cotés.

Enfin, une brèche demeurait ouverte, constituée par le marché « hors cote » sur lequel des introductions, soit frauduleuses, soit résultant de l'accroissement d'un courant d'affaires initialement très faible, justifiaient ensuite la cotation et la négociation en Banque des valeurs non abonnées, qui avaient été l'objet de ces introductions occultes.

CHAPITRE III

CONSEQUENCES DU REGIME FISCAL DES VALEURS ETRANGERES

Nous avons succinctement rappelé les efforts successifs du législateur pour définir de façon de plus en plus précise et serrée les faits générateurs d'impôt en ce qui concerne les valeurs étrangères. Nous avons exposé les raisons de fait et de droit pour lesquelles un certain nombre de ces valeurs pouvaient échapper aux obligations de l'abonnement, telles qu'elles résultent de la loi de 1898.

Il y a lieu maintenant d'indiquer les conséquences de la législation fiscale ainsi étudiée, en retraçant les circonstances et en exposant les critiques qui déterminèrent un revirement de la politique suivie jusqu'alors.

*
**

Lorsqu'en 1857 fut organisé pour la première fois l'abonnement obligatoire pour les Sociétés étrangères, ces dernières étaient susceptibles alors de s'y soumettre, car, à cette époque, elles avaient besoin de faire appel aux capitaux français.

Par la suite, le phénomène économique se renversa et ce fut le public français qui se mit en quête de placements nouveaux en valeurs étrangères.

Or, la loi de 1872 et surtout celle de 1898 semblent avoir méconnu cette transformation, et c'est pour l'avoir méconnue qu'elles manquèrent en partie leur but.

Si le régime de l'abonnement obligatoire pouvait, en principe, offrir de sérieux avantages pour le Trésor, l'extrême incertitude des appréciations sur lesquelles reposait la détermination de la quotité imposable, le caractère pratiquement illimité de l'engagement qu'il comportait de la part des sociétés étrangères, l'impossibilité souvent que celles-ci rencontraient à trouver un représentant responsable, l'avance importante qu'elles devaient, en ce cas, faire au fisc sous forme d'un cautionnement égal au montant des taxes susceptibles d'être dues pour trois ans sur les titres abonnés, la difficulté enfin pour ces sociétés de récupérer ces taxes sur les porteurs français, ces multiples défauts du régime de l'abonnement incitèrent petit à petit les sociétés étrangères sérieuses n'ayant besoin ni des marchés, ni des capitaux français à se désabonner, ou si elles n'avaient encore contracté aucun abonnement, à renoncer à ces marchés et à ces capitaux.

Cette situation ne fit que s'amplifier au fur et à mesure de l'élévation du taux des trois taxes frappant les valeurs mobilières, surtout au lendemain de la guerre de 1914 (1).

Aussi bien a-t-on pu dire que *le régime de l'abonnement avait agi à la façon d'un filtre à rebours*, éloignant du marché financier français les valeurs étrangères de bon aloi et n'y laissant introduire que les titres

(1) A titre documentaire : au 15 juillet 1920, il y avait 622 Sociétés étrangères abonnées. En 1928, il n'en restait plus que 390.

des sociétés moins sûres qui acceptaient tous les sacrifices à seule fin de voir placer leurs actions ou leurs obligations, quitte à se désabonner par la suite et à laisser les acheteurs français aux prises avec des difficultés de négociation inextricables, qui d'ailleurs ne les dispensaient pas d'avoir à faire timbrer leurs titres au comptant en cas de revente.

Toutefois, le marché en banque, comme nous l'avons vu plus haut, demeurerait ouvert aux titres désabonnés.

Mais le 27 septembre 1926, M. POINCARÉ, alors Ministre et Président du Conseil, adressait au Président du Syndicat des Banquiers en Valeurs la lettre suivante :

« Monsieur le Président,

« Mon attention a été attirée sur les Sociétés étrangères qui dénoncent leurs contrats d'abonnement au timbre et dont les titres inscrits à la cote officielle s'en trouvent rayés automatiquement pour être ultérieurement négociés sur le marché libre et donner lieu à des transactions effectuées par les soins de votre Syndicat.

« J'ai l'honneur de vous rappeler qu'aux termes de l'article 4, paragraphe 2 de la loi du 29 juin 1872 « les « titres étrangers ne pourront être cotés, *négociés*, exposés en vente ou émis en France qu'en se soumettant à l'acquittement de cette taxe (impôt sur le revenu des valeurs mobilières) ainsi que des droits de timbre et de transmission ».

« Il résulte de cette disposition que les titres non abonnés ne peuvent faire l'objet d'aucune négociation en France, et que l'enregistrement de leurs cours par votre Syndicat constitue une illégalité.

« Je ne crois pas devoir vous demander de faire disparaître de votre cote les valeurs étrangères non abonnées qui s'y trouvent actuellement inscrites. Je vous prierai toutefois de ne pas admettre dorénavant à vos

« négociations les titres de sociétés étrangères non abonnées, que ces titres aient déjà été cotés ou non par la « Compagnie des Agents de Change, et de rayer, d'autre « part, de votre Cote les valeurs étrangères abonnées dont « les dirigeants renonceraient au régime de l'abonnement.

« Je vous serai obligé de m'accuser réception de la « présente lettre.

« Veuillez agréer, etc... ».

La lettre même de la loi de 1872 était donc invoquée pour abolir ce que les lois et la pratique administratives postérieures avaient jusque-là établi, à savoir que la négociation sur un autre marché que le Parquet ne constituait pas un fait générateur de l'obligation de l'abonnement.

L'enregistrement des cours sur la Cote du Marché en Banque était assimilé à l'inscription à la Cote officielle.

Le Ministre n'acceptait le maintien en Coulisserie que des titres de sociétés n'ayant jamais été abonnées. Ceux des sociétés qui se désabonnaient devaient être immédiatement rayés de la Cote.

Effectivement, le 20 novembre 1926, le Président du Syndicat des Banquiers en Valeurs recevait la lettre ci-après :

« Monsieur le Président,

« Un avis inséré au *Journal Officiel* du 17 novembre « a informé le public que la « Société privilégiée pour « favoriser la production et le commerce du Raisin de « Corinthe » ayant son siège à Athènes était, à partir du « 21 novembre 1926, désabonnée au timbre pour 80.000 « actions N° 1 à 80.000 d'une valeur nominale de 250 frs « et 80.000 parts de fondateur N° 1 à 80.000.

« Dans ces conditions, et conformément aux dispositions de ma lettre N° 10.428 du 27 septembre 1926, j'ai l'honneur de vous prier de vouloir bien faire procéder à la radiation de la Cote du Marché en Banque des titres dont il s'agit.

« Recevez, Monsieur le Président, etc...

« Pour le Président du Conseil,

« Ministre des Finances, et par autorisation :

« Le Directeur du Mouvement Général des Fonds : »

Ainsi se trouvaient rejetés *ipso facto* sur le marché « hors cote » les titres désabonnés.

La Coullisse réagit de son mieux. Par la voie de ses Conseils juridiques, elle exposa au Ministre que l'abonnement n'était obligatoire que dans certains cas bien délimités, et que le fait de négociation n'en faisait pas partie. Elle lui rappela que l'interprétation en ce sens de la loi de 1872, qui cependant nommait la *négociation*, avait été confirmée notamment par la loi de 1898 et les instructions du 31 mai 1898 de la Direction de l'Enregistrement relatives à l'application de cette loi.

Ce fut peine perdue. L'on était en présence du fait du prince. Il s'agissait alors de redresser les finances françaises et de rétablir la monnaie nationale. Les arguments juridiques les plus forts ne pouvaient rien contre une politique fiscale relevant, en l'occurrence, davantage d'un certain protectionnisme financier que du souci véritable d'accroître les rentrées d'impôts.

Plutôt que de réformer le régime de l'abonnement, on l'appliquait plus sévèrement encore, et cependant réduire l'activité du marché revenait à priver le Trésor

des recettes dues notamment à l'impôt de Bourse, et à susciter les évasions fiscales les plus diverses, sans compter le préjudice causé aux épargnants français.

Cependant la question de la réforme de l'abonnement n'était pas neuve.

Le 8 novembre 1921, M. DOUMER, qui était alors Ministre des Finances dans le cabinet BRIAND, avait déposé sur le bureau de la Chambre un projet de loi relatif à la réforme du régime fiscal des valeurs mobilières (2).

L'exposé des motifs rappelait que, dès avant la guerre, le problème avait fait l'objet d'études approfondies. Il montrait les graves défauts du régime alors en vigueur. Il disait excellemment : « ... Les charges excessives que le régime de l'abonnement impose aux sociétés étrangères sont nettement à l'encontre des intérêts d'ordre économique et financier de l'Etat ; le marché français, pour conserver avec l'étranger des relations nécessaires, *doit coter le plus grand nombre de valeurs étrangères.....* En tout état de cause, en effet, nous en avons un besoin constant pour assurer la régularité de nos échanges dans le monde ; éventuellement, dans des circonstances critiques, nous devons pouvoir y trouver des moyens de règlement à l'étranger des achats immédiats et urgents nécessités par la défense nationale. »

Et le Ministre des Finances ajoutait : « Il convient de maintenir chez nous un minimum de valeurs étrangères qui permettra à notre pays, quand les circons-

(2) Chambre des députés, 12^e législature, Doc., n° 3309.

« tances redeviendront favorables, de reprendre sa
« situation de grand marché international. Dans cet
« ordre d'idées, une politique s'impose : d'abord ne pas
« laisser compromettre par les désabonnements et par
« les radiations à la Cote officielle, qui en sont la consé-
« quence, le solde des valeurs étrangères que nous pos-
« sédons encore ; ensuite, préparer un nouveau régime
« fiscal qui, le moment venu, permettra aux bonnes
« valeurs étrangères de venir sur le marché français.....
« La situation actuelle rend *absolument nécessaire* la
« réforme dont l'utilité est reconnue depuis longtemps ;
« les circonstances commandent de trouver *sans plus*
« *tarder* une solution pratique. » Et nous étions en
1921 !...

La réforme jugée alors urgente ne fut pas accomplie.

Le Comité des experts, constitué par décret en date du 31 mai 1926 et à la tête duquel se trouvait M. SERGENT écrivait dans son rapport du 11 octobre 1936 : « Les
« graves inconvénients du régime de l'abonnement des
« valeurs étrangères sont connus depuis longtemps. Le
« Comité ne peut que recommander l'adoption des
« principes contenus dans le projet de loi déposé par
« le Gouvernement en 1921. Le régime de l'abonnement
« serait supprimé..... »

Mais cet avis, cependant autorisé, ne fut pas suivi.

Et, pendant ce temps, le nombre des sociétés étrangères abonnées passait de 426 au 15 juillet 1926 à 349 au 31 décembre 1927 !

L'on songea alors à la mise obligatoire au nominatif des valeurs étrangères. C'est là une mesure périodique-

ment envisagée dans l'espoir d'un contrôle fiscal plus fructueux !

Mais les représentants du Marché officiel et de la Coullisse firent valoir à la sous-commission des finances les inconvénients d'une semblable mesure. L'on envisagea aussi, afin de pouvoir déterminer la quotité imposable de façon certaine, la constitution de « trustees », c'est-à-dire d'organismes qui eussent émis des certificats français correspondant ainsi au nombre de titres étrangers introduits en France et déposés dans leurs caisses. Ces organismes auraient été chargés de présenter les certificats en question au timbre et de percevoir pour le compte du Trésor les divers impôts, au moment du détachement du coupon.

Les certificats auraient pu être introduits et négociés en Bourse.

Cette formule avait l'agrément de la Direction du Mouvement général des Fonds et de l'Administration de l'Enregistrement. Mais elle ne demeura pour lors qu'à l'état de projet. La seule mesure prise effectivement et dans le but seulement de ralentir les désabonnements, fut un décret en date du 20 septembre 1928 apportant certaines réductions à la détermination de la quotité imposable.

Mais il ne s'agissait là que d'un simple palliatif.

Il fallait cependant aboutir. La presse s'était emparée de la question (3). L'opinion publique commençait à s'émouvoir.

(3) Voir notamment les articles parus dans le *Temps* des 26 novembre et 3 décembre 1928, sous la plume de M. Frédéric Jenny, ainsi que l'article dans le même journal du 12 mars 1928 de M. G. Maurel. Voir encore *La France Economique et Financière* du 9 mai 1925, l'article de M. Julien Schoeffer, etc...

A ce moment, M. POINCARÉ devait abandonner le pouvoir pour raison de santé. M. CHÉRON prenait sa place aux Finances. La situation y était alors facile.

Le Gouvernement reprit l'idée de faire de Paris un grand marché international et, le 31 juillet 1929, dans un collectif, passa un amendement à la loi de 1872 : l'abonnement obligatoire avait vécu !

CHAPITRE IV

L'ABONNEMENT FACULTATIF ET L'ASSOUPPLISSEMENT DU REGIME FISCAL DES VALEURS ETRANGERES

Ce fut donc la loi du 31 juillet 1929 portant dégrèvement d'impôts, qui prescrivit, en son article 5, que, « par dérogation aux dispositions des articles 9 de la loi du 23 juin 1857, 4 de la loi du 29 juin 1872 et 12, alinéas 1^{er} à 4 de la loi du 13 avril 1898, les valeurs mobilières étrangères peuvent, *sans être soumises au régime de l'abonnement*, être cotées, négociées, exposées en vente, émises, mises en souscription, introduites sur le Marché ou faire l'objet d'un service financier ».

Nous retrouvons donc bien toutes les expressions employées par les lois antérieures : « cotées, négociées, introduites sur le marché..... ». Cet effort législatif, dont nous avons rappelé brièvement les différentes phases (loi de 1857, de 1872, de 1898...) et qui tendait à assurer l'équivalence entre les impôts supportés par les Sociétés françaises et ceux relatifs aux sociétés étrangères, s'il avait pu se justifier à son début, s'était vu ensuite en contradiction avec l'évolution économique et financière; la loi de 1929 en prenait acte, sous la pression des faits et de l'opinion.

La Commission de protection de l'épargne instituée au Ministère des Finances par le décret du 5 février 1929

et qui s'était attachée à examiner le régime fiscal des valeurs étrangères « avait reconnu que l'élévation et
« les modalités d'application de certaines taxes tendait
« à écarter du marché français les bonnes valeurs
« étrangères » (1).

Il ne s'agissait plus de contrôler strictement et limitativement les manifestations en France des titres étrangers afin d'assurer l'acquittement des droits du Trésor en appliquant le principe fameux de l'équivalence. Ce cadre trop étroit ne correspondait plus aux réalités de l'heure. « La Commission des Finances de la Chambre
« a, bien entendu, disait M. Charles DUMONT, considéré
« que cette réforme obligera le Trésor à renoncer à une
« large part des ressources qu'il tire du régime de
« l'abonnement. Toutefois, elle a observé que cette
« moins-value *sera compensée dans une certaine*
« *mesure par les recouvrements supplémentaires effectués au titre des impôts qui frappent les valeurs non*
« *abonnées.* C'est également l'avis de votre Commission
« qui voit dans ces dégrèvements des mesures susceptibles de développer considérablement le marché de
« Paris... » (2).

L'on ne pouvait résumer en termes plus clairs l'argumentation même développée dans l'exposé des motifs du projet DOUMER de 1921, évoqué plus haut.

Conformément aux dispositions de cet article 5 de la loi du 31 juillet 1929, la Compagnie des Agents de

(1) Rapport de M. Charles Dumont, Sénat, Séance du 31 juillet 1929. J. O. du 1^{er} août 1929, p. 1016.

(2) Rapport précité de M. Charles Dumont, *loc. cit.* Voir aussi Wahl, « L'abonnement obligatoire ou facultatif des Valeurs mobilières étrangères », *Rev. des Contrib.*, janvier 1930, p. 3.

Change et le Syndicat des Banquiers en Valeurs furent autorisés à réinscrire à leur cote respective un certain nombre de valeurs étrangères dont les titres en avaient été rayés à la suite de leur désabonnement.

La loi du 31 juillet 1929 ne supprimait pas seulement le caractère obligatoire de l'abonnement. Elle admettait aussi plus largement au régime des titres nominatifs français les valeurs mobilières étrangères abonnées, diminuait le taux de l'impôt sur le revenu pour les titres non abonnées, réalisant certaines conditions, enfin réduisait le droit de timbre sur les valeurs étrangères non abonnées (art. 6, 7 et 8).

Sans entrer dans le détail de ces modifications au régime fiscal antérieur, constatons simplement, en l'occurrence, le souci manifesté alors par les Pouvoirs Publics, tout en sauvegardant les véritables intérêts du Trésor par une compréhension plus exacte des possibilités fiscales, de contribuer à élargir le marché français et à préparer ainsi les conditions favorables à l'introduction en France de valeurs étrangères de bon aloi.

Dans cet ordre d'idées, il faut citer l'article 4 de la loi du 16 février 1932, exonérant du droit de timbre de dimension les certificats émis en France par des établissements de banque en représentation de titres étrangers non abonnées.

Toutefois, le décret du 31 janvier 1933 édicta que l'émission de tels certificats devait être subordonnée à l'autorisation ministérielle.

Cette autorisation fut donnée aussi parcimonieusement que celle à laquelle était soumise l'introduction sur le marché.

L'on peut donc constater à ce propos le même mouvement de flux et de reflux qui caractérisa la politique fiscale, comme il avait marqué la politique financière du Gouvernement et pour des raisons semblables et déjà exposées.

CINQUIEME PARTIE

LA DEFENSE DE L'EPARGNE ET LES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

La très grande diffusion en France des valeurs étrangères implique qu'à leur propos, et à quelque titre que ce soit, l'on parle de la défense de l'épargne.

C'est pourquoi, il importe de dégager ici dans quelle mesure cette défense a pu constituer un des aspects de l'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères.

Pour cela, il conviendra, en premier lieu, de déterminer d'après les indications fournies quant à présent par cette étude, jusqu'à quel point le souci de protéger l'épargne a-t-il inspiré l'Etat en ce qui concerne les valeurs étrangères, dans l'organisation des transactions, la politique financière qu'il a pratiquée à l'égard des marchés français, et les modalités d'application d'une fiscalité particulière. Il est en effet intéressant de réunir sous une même rubrique, les observations que peuvent appeler, du point de vue de la protection de l'épargne, les faits précédemment indiqués.

En second lieu, il faudra rappeler les mesures particulières qui ont été prises par les Pouvoirs Publics en vue de la défense des épargnants et ayant eu trait directement ou indirectement aux marchés français de valeurs étrangères.

CHAPITRE PREMIER

LA DEFENSE DE L'ÉPARGNE, MOBILE DE LA POLITIQUE SUIVIE A L'ÉGARD DES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ÉTRANGÈRES

L'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, comme on l'a vu jusqu'ici au cours de cette étude, s'est révélée à propos : 1° de l'organisation des transactions, 2° de la politique financière pratiquée par les divers gouvernements et 3° des entraves fiscales apportées aux négociations de titres étrangers.

Il convient donc de vérifier, successivement à ces trois points de vue, si la défense de l'épargne a constitué, sinon un mobile, même secondaire, de la politique suivie à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, du moins à leur sujet une certaine préoccupation de la part des Pouvoirs Publics.

*
**

En ce qui concerne l'organisation des marchés français de valeurs étrangères, l'on a dit (1) comment le marché libre avait été amené à se spécialiser à partir de la fin du siècle dernier, dans l'introduction et la négociation des titres étrangers, par suite des restrictions

(1) Voir. II^e partie, chap. II.

frappant à cet égard le marché officiel. Cette spécialisation se renforça d'ailleurs du fait tant des attaches étrangères de la Coulisse, et de ses membres d'alors, que de leurs relations avec les marchés internationaux d'Europe Centrale ou des pays anglo-saxons. Ce n'est faire preuve d'aucune xénophobie systématique que de suggérer ici que parmi les professionnels du marché libre purent se trouver certains éléments sinon indésirables, du moins assez peu préoccupés de ne pas abuser l'épargne française. Et l'on peut précisément s'étonner que dans un pays d'épargne comme le nôtre, même à une époque où le libéralisme économique et financier florissait encore, les Pouvoirs Publics n'aient pas songé à intervenir en vue d'organiser un marché dont la puissance de placement en titres étrangers s'affirma si rapidement considérable.

Certes, d'autres organismes, tels que les établissements de crédit par exemple, contribuèrent pour une part plus importante à l'investissement des capitaux français à l'étranger sous forme de valeurs mobilières. Transmettant une grande partie des ordres de Bourse, ils se devaient d'orienter une clientèle souvent ignorante de ses propres intérêts, et c'est à eux principalement qu'incombait la fonction de défendre l'épargne qui se confiait à leurs soins.

Néanmoins, en ce qui concerne le marché libre de la Bourse de Paris, il y allait d'une spécialisation qui, pour être le fait des circonstances, n'en aurait pas moins dû, par la suite, provoquer l'intervention ou tout au moins la surveillance des Pouvoirs Publics.

Cette spécialisation et cette division des fonctions, qui peu à peu s'établirent entre le marché « hors cote », le marché en banque et le marché officiel (2) quant à l'introduction et à la négociation des valeurs étrangères, ne semblent pas, du seul point de vue de la défense de l'épargne, avoir suffisamment retenu l'attention des Pouvoirs Publics. Ceux-ci se contentèrent trop longtemps de tolérer le marché libre plutôt que de veiller à ce qu'il s'organisât de façon à ce que ses membres fussent amenés, dans leur œuvre de prospection financière, à s'astreindre à des choix plus sévères, que ne justifiât pas seulement l'appât d'un gain facile.

Cette sévérité dans le choix des valeurs à introduire et à négocier eussent pu, en effet, résulter soit de disciplines syndicales ou corporatives imposées par l'Etat aux intéressés, soit de cautions versées par eux, soit d'une responsabilité clairement définie et sanctionnée, ayant au besoin pour contre-partie certains avantages relatifs à l'exercice de leur profession.

Certes, la question de l'organisation ou de la réorganisation du marché libre a été souvent posée, mais rarement résolue et seulement tentée, soit au lendemain d'une confirmation nouvelle du monopole des Agents de Change, soit après quelque krach retentissant. Et, en l'occurrence, les Pouvoirs Publics agirent non seulement sous la seule pression des faits ou de l'opinion ou selon des mobiles étrangers au problème essentiel, mais surtout sans jamais viser particulièrement l'organisation des transactions sur valeurs étrangères.

(2) Voir *supra*, II^e partie, chap. III.

Et cependant, nous avons souligné plus haut (3) l'importance de la fonction qu'exercent les intermédiaires auxquels sont confiés des ordres concernant des valeurs étrangères ; du point de vue de la défense de l'épargne, il importe que soient affirmés et surveillés non seulement l'excellence du crédit personnel ou commercial de ces intermédiaires, mais aussi de leur conscience et de leurs connaissances professionnelles, de leurs moyens d'information, qui doivent leur permettre, à l'exclusion de tous autres, de guider utilement leur clientèle, concurremment aux banques ou aux établissements de crédit.

Il importe encore que le standing financier de ces intermédiaires soit tel, qu'ils puissent résister aux pressions des spéculateurs et avoir au besoin, dans ce but, recours à l'Etat qui, pour cela précisément, ne doit pas seulement faire preuve de tolérance à leur égard, mais exercer au contraire une tutelle salubre, par l'intermédiaire des organismes professionnels compétents.

Ainsi, le marché « hors cote » et le marché en banque des valeurs étrangères, eussent-ils joué leur rôle prospecteur et d'acclimatation en ne faisant courir de risques qu'aux capitalistes véritablement désireux d'entreprises plus hardies, sans entraîner nécessairement dans leur sillage une épargne aux horizons plus limités.

Au lieu de cela, trop de financiers peu scrupuleux, disposant sans limite de toute la publicité nécessaire, purent-ils lancer sur le marché le rebut des valeurs des places étrangères, valeurs qui, achetées de confiance par

(3) Voir *supra*, II^e partie, chap. IV : D'une organisation particulière aux marchés français de valeurs étrangères.

l'intermédiaire de courtiers sans envergure ou sans conscience, voyaient leurs cours s'effondrer quelques mois après leur introduction en France.

*
**

L'organisation des marchés français de valeurs étrangères n'eût pas seulement concerné les intermédiaires, mais aussi les transactions elles-mêmes, c'est-à-dire leurs modalités, leur ampleur, et la publicité nécessaire à leur parfaite sincérité.

On doit constater à cet égard que les Pouvoirs Publics ne se sont pas davantage préoccupés de la défense de l'épargne.

Celle-ci, depuis la fin de la guerre de 1914-18, s'est vue sollicitée par de nombreuses maisons étrangères ou filiales de ces maisons en France, spécialisées en matière d'opérations de bourse et qui s'intitulèrent « brokers ». Un système téléphonique de premier ordre reliait ces brokers européens avec New-York ou Londres, au point qu'un ordre de bourse passé à Paris se trouve couramment répondu après un quart d'heure seulement d'attente. C'est ainsi qu'en 1929, au cours de la célèbre période du boom de Wall Street, on voyait des clients assis dans de confortables fauteuils, en plein centre de Paris, faire et défaire une véritable fortune à la Bourse de New-York, et cela dans l'intervalle de quelques heures.

Il est certain que la vogue dont jouirent ces brokers installés en France, non seulement à Paris, mais en province, fut due pour une large part à leur merveilleuse

organisation, en rapport direct avec celle de New-York, et comportant le maximum de célérité dans l'exécution des ordres, à l'inverse de celle de Paris, dont les organisations vétustes ne correspondent plus au trafic financier moderne.

Mais, par delà cette organisation, la clientèle française pressentait et expérimentait la souplesse beaucoup plus grande d'un marché comme celui de New-York où l'ampleur des transactions dépasse infiniment celle du marché de Paris.

C'est cette ampleur même, dont les facteurs apparaissent de suite comme étant ceux d'une population triple, de fortunes immenses et de la quasi-généralisation des négociations à terme, mais que permet précisément une organisation adéquate, qui manque aux marchés français de valeurs étrangères. Les spéculateurs étrangers ne peuvent y acheter ou y vendre sans déplacements importants des cours ; leurs ordres cependant contribueraient au maintien de ces cours à un niveau en rapport avec celui des places étrangères et éviteraient les heurts, dont pâtit l'épargne fidèle aux marchés français.

Ces derniers, par conséquent, ou bien sont délaissés par une clientèle qui préfère s'adresser aux brokers installés en France, ou bien risquent de ne voir inscrites à leur cote que les valeurs étrangères, que l'insuffisante quantité de leurs titres ou leur qualité douteuse excluent d'elles-mêmes des places étrangères mieux outillées.

Dans un cas comme dans l'autre, l'épargne ne peut que souffrir de cet état de choses, soit parce qu'opérant à l'étranger et devant se confier absolument aux brokers,

elle est moins à même de connaître le crédit que méritent véritablement ces intermédiaires et les banques auxquelles ils se rattachent, soit parce que, sur place, elle n'a plus le choix qu'entre des valeurs de bon aloi mais à marché étroit, et des valeurs de qualité incertaine.

Or cette situation résulte pour une part du fait que les marchés français de valeurs étrangères ne furent pas distingués des marchés de valeurs françaises, quant aux modalités des transactions, de leur publicité, de l'information de la clientèle, etc... (4).

Il n'y a pas eu de politique d'adaptation des marchés français de valeurs étrangères aux principales places internationales et la seule activité des arbitragistes ne saurait y suffire.

Cette situation résulte d'autre part — et ceci explique cela — de la politique financière française elle-même, telle que nous l'avons retracée plus haut (5) et sur laquelle — du point de vue de la défense de l'épargne — il y a lieu de revenir ici brièvement.

*
**

Lorsqu'on envisage dans son ensemble la politique suivie par les divers gouvernements depuis plus d'un siècle à l'égard de l'introduction et de la négociation des valeurs étrangères, on est amené à cette conclusion que le protectionnisme financier que révèle cette politique se situe à l'opposé même d'une défense raisonnée de l'épargne.

(4) Voir *supra*, II^e partie, chap. IV.

(5) Voir *supra*, III^e partie.

Un document significatif à cet égard est le préambule de l'ordonnance de 1823 (6) : « Considérant que
« la permission de coter... les effets publics de Gouver-
« nements étrangers n'implique, de la part de notre
« Gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni
« obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets
« qui, de leur plein gré, y placeraient des capitaux..... »

Si ce texte est surtout révélateur du souci de dégager la responsabilité de l'Etat, il n'en situe pas moins très exactement la position des Pouvoirs Publics à l'égard des placements à l'étranger sous forme de valeurs mobilières. Que les capitaux cherchent aventure au delà des frontières, ce n'est l'affaire du gouvernement que dans la mesure où celui-ci peut craindre ou d'être privé de leur concours, ou qu'ils viennent à faire défaut à l'industrie nationale.

Et plus s'affirmera cette crainte, d'autant moins ceux qui, « de leur plein gré », auront acquis des valeurs étrangères paraîtront-ils dignes d'intérêt.

Toutefois, à maintes reprises (7), le Gouvernement rappela aux organismes intéressés leur devoir d'étudier l'admission des valeurs étrangères à la Cote en fonction de l'« intérêt public ».

Mais il n'est pas suffisant de ne veiller qu'à l'excellence des valeurs à admettre à la Cote : encore faut-il assurer à leur négociation les conditions requises et partant, veiller à l'ampleur du Marché où elle s'effectuera. Nous en avons dit plus haut l'importance.

(6) Voir *supra*, III^e partie, chap. I^{er}.

(7) Notamment dans sa correspondance avec la Compagnie des Agents de Change : voir *supra*, III^e partie, chap. I^{er}.

Or cette ampleur est elle-même fonction — en ce qui concerne les valeurs étrangères — de l'envergure de la spéculation internationale qui s'y exerce et qui est à même, par conséquent, de fournir à la clientèle française les contre-parties désirables. Mais cette spéculation ne peut jouer ce rôle que sur une place largement ouverte aux valeurs sur lesquelles elle est susceptible de s'exercer, par conséquent, aux valeurs étrangères, faute de cotation à l'étranger de valeurs françaises.

Il est de fait qu'avant la guerre de 1914, lorsque le marché de Paris voyait admis à ses diverses cotes un grand nombre de valeurs étrangères, ces dernières y donnaient lieu à des transactions d'un module très supérieur à celui des opérations officielles d'après-guerre.

Et il faut reconnaître que les cours en étaient infiniment plus stables, cela pour le plus grand bien de l'épargne.

Lorsque, sous la pression de facteurs politiques et économiques, fut votée, puis maintenue au delà des hostilités, la loi de 1916 interdisant, sauf dérogation spéciale, l'introduction et la négociation des valeurs étrangères, les marchés français de ces valeurs, déjà insuffisamment organisés comme on l'a dit, au point de vue technique, se virent privés peu à peu du volant que constituait pour eux la spéculation étrangère.

L'épargne ne put qu'en souffrir, d'autant plus que les troubles politiques, économiques et monétaires de l'après-guerre contribuèrent à une instabilité des cours que ne pouvaient qu'aggraver encore l'étroitesse et l'imperfection de l'organisation des marchés.

Cette aggravation s'accroît encore du fait des interdictions de la loi de 1916 et du caractère frauduleux et occulte que prirent, en conséquence, les introductions de valeurs étrangères. Celles-ci donnèrent ainsi lieu à des transactions effectuées dans les conditions techniques désastreuses pour l'épargne, par suite notamment du manque de publication régulière des cours.

Et cependant, l'on a vu les Pouvoirs Publics constater eux-mêmes leur impuissance à détourner les capitaux des valeurs étrangères (8), malgré les entraves d'une législation très stricte, les risques découlant de marchés inorganisés, et les mesures douanières et de police rigoureuses.

Impuissants à renverser une tendance contraire à leurs vues, les divers gouvernements ne surent ni les uns ni les autres en prendre acte résolument, pour s'appliquer ensuite, en organisant les marchés, à protéger une épargne qui, pour être émigrante, n'en méritait pas moins d'être défendue, comme constituant, de par son mode même d'expatriement, un élément économique et politique de la plus grande importance ; la preuve en avait été pourtant surabondamment fournie durant la guerre de 1914-1918 (9).

Mais le maintien de la loi de 1916 par delà les circonstances qui l'avaient suscitée, excluait de lui-même que fût entreprise une politique d'organisation des marchés français de valeurs étrangères dans le sens indiqué plus haut, c'est-à-dire une politique tendant à assurer

(8) Voir *supra*, III^e partie, chap. IV.

(9) Voir *supra*, I^{re} partie, chap. II.

à ces marchés toute l'ampleur désirable grâce à de larges autorisations d'introduction.

Or non seulement ces autorisations ne furent accordées qu'avec la plus grande parcimonie, mais de ce fait et étant donné leur caractère dérogoire, elles apparurent, à l'égard des valeurs auxquelles elles s'appliquèrent, comme résultant d'un choix susceptible d'offrir une certaine garantie au public. Dérogeant rarement à l'interdiction de 1916, le Gouvernement était censé, aux yeux de l'épargne, ne le faire qu'à bon escient, non seulement du point de vue de la politique générale, mais aussi quant à la valeur intrinsèque des titres admis. Et l'on conçoit facilement les conséquences fâcheuses de cette illusion pour l'épargne. Cette situation s'empira d'ailleurs lors de l'institution du Comité Central de la Bourse en 1933, par l'admission à ce Comité de deux représentants des épargnants, constituant, pour ces derniers, l'apparence de véritables cautions. Et l'on peut se demander à ce sujet pourquoi, plutôt que d'asseoir à la table du Comité Central de la Bourse des représentants des porteurs de valeurs mobilières, les Pouvoirs Publics n'ont jamais exigé, en contre-partie de l'introduction sur les marchés français des titres d'une Société étrangère, que celle-ci accueillît à son conseil quelques administrateurs français.

Mais précisément, c'est parce qu'en l'espèce, les Pouvoirs Publics n'adoptèrent à l'égard des marchés français de valeurs étrangères qu'une attitude purement restrictive, qu'il ne put être pratiqué de véritable politique de défense, ou mieux encore, d'orientation de l'épargne émigrante.

*
**

Enfin, il y a lieu de rappeler ici que sur le plan fiscal, le régime de l'abonnement joua, vis-à-vis de l'introduction des valeurs étrangères, le rôle d'un *philtre à rebours* (10), dont l'épargne française eut lourdement à pâtir.

D'aucuns ont prétendu qu'il constituait un barrage (11) dont la suppression en 1929 avait été néfaste comme ayant permis à nouveau l'introduction des titres étrangers sans plus la limiter au contingentement auquel s'astreignaient les Sociétés étrangères dans le but de limiter leurs frais. Mais l'on a dit par ailleurs les inconvénients qui pouvaient précisément résulter pour l'épargne de ces admissions partielles (12).

D'autre part, ce barrage n'avait pas interdit les nombreuses introductions faites à Paris avant la guerre de 1914 et par contre, en présence de l'interdiction de la loi de 1916 et de la perte par les marchés français de leur importance d'avant-guerre, la loi de l'abonnement ne constituait plus précisément qu'un frein superflu.

Sur ce point, le Gouvernement se laissa convaincre par les divers arguments mis en avant (13).

Mais la suppression par lui de l'abonnement obligatoire eut-elle pour mobile essentiel la défense de l'épargne ?

(10) Voir *supra*, IV^e partie, chap. III.

(11) Georges Villiers, « Valeurs étrangères à Paris » (*Revue de Paris*, 1^{er} janvier 1939, p. 175).

(12) Voir III^e partie, chap. VI.

(13) Voir IV^e partie, chap. III.

On ne peut le penser. Il s'agit plutôt de la manifestation d'une de ces velléités périodiques que nous avons déjà signalées (14), et qui portèrent de temps à autre les Pouvoirs Publics et les milieux politiques français à songer à refaire de Paris « un grand marché international ».

A ce propos, hélas, comme à l'égard de ce qui a été dit plus haut, on ne peut que rappeler que dans le mot « international » il y a l'idée d'échange et que les échanges avec les marchés français de valeurs étrangères ont presque toujours été à sens unique : Paris achète et ne vend jamais.

« International » voudrait signifier : cotation sur différentes places des valeurs françaises. Il n'en a jamais été question, sauf un timide essai aux Etats-Unis qui n'a eu aucun résultat.

Les Pouvoirs Publics ont laissé l'étranger nous vendre sans nous acheter quoi que ce soit (15) !

(14) Voir III^e partie, chap. V *in fine*.

(15) Georges Villiers, déjà cité.

CHAPITRE II

LES MESURES DE DEFENSE DE L'EPARGNE CONCERNANT L'INTRODUCTION ET LA NEGOCIATION DES VALEURS ETRANGERES

Si la politique générale suivie à l'égard des marchés français de valeurs étrangères ne s'est qu'assez peu inspirée du souci de défendre l'épargne, la protection de celle-ci fit néanmoins l'objet de mesures particulières concernant directement ou indirectement l'introduction et la négociation de titres étrangers.

On pourrait, semble-t-il, en conclure à une certaine contradiction d'attitude des Pouvoirs Publics en l'occurrence, si l'on ne se souvenait de leur conception tendant à ne pas considérer les marchés français de valeurs étrangères comme des éléments distincts, impliquant une politique d'ensemble particulière.

Or, précisément parce que cette distinction ne fut pas établie, le problème de la défense de l'épargne fut, en l'espèce, traité en marge de l'organisation et du fonctionnement de ces marchés, et donna lieu à des mesures se bornant à viser seulement les opérations elles-mêmes susceptibles d'y être effectuées.

Ces mesures furent principalement : 1° la loi de 1907 relative aux formalités de publicité incombant aux introducteurs de titres français et étrangers ; 2° une réglementation de la composition des dossiers soumis

à l'examen de la Chambre Syndicale des Agents de Change en vue de l'introduction des titres étrangers et enfin, 3° un ensemble de dispositions tendant directement à la protection de l'épargne.

*
**

Le 30 novembre 1897, un projet de loi était déposé à la Chambre par M. FLEURY-RAVARIN, sur les émissions françaises et étrangères. Son but était d'introduire en France un système de réglementation des émissions, en obligeant les Sociétés à publier un prospectus d'émission contenant des renseignements déterminés.

En 1902, M. VALLÉE, Garde des Sceaux, institua une commission extra-parlementaire dans le but d'étudier les mesures propres à protéger l'épargne et de préparer un projet de loi sur cette matière. Ce projet de loi fut déposé à la Chambre le 3 avril 1903 et la réforme fut consacrée par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907, portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1907.

Cet article de loi constitue donc bien essentiellement une mesure de défense de l'épargne.

Tout d'abord, quelles opérations visa-t-il ?

« L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur un marché en France d'actions, d'obligations ou de titres, de quelque nature qu'ils soient, de Sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux des titres offerts au public à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après : ... ».

Ce sont donc les mêmes opérations que celles qui devaient faire plus tard l'objet de l'interdiction de la loi

de 1916 (1), opérations parmi lesquelles n'est pas davantage comprise celle de « négociation ».

En second lieu, quelles furent les prescriptions édictées par l'article 3 de la loi de 1907 ?

« Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un bulletin annexe au *Journal Officiel* — et, par la suite au *Bulletin des Annonces légales obligatoires*, lorsqu'il fut institué, en 1912 — « une notice contenant les énonciations suivantes : 1° la dénomination de la société ou la raison sociale ; 2° l'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ; 3° le siège social ; 4° l'objet de l'entreprise ; 5° la durée de la Société ; 6° le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ; 7° le dernier bilan certifié pour copie conforme ou la mention qu'il n'en pas été dressé encore. »

En outre de certaines autres indications devant être mentionnées dans la notice et relatives aux obligations déjà émises, aux avantages particuliers des fondateurs, etc..., la loi de 1907 stipulait qu'en ce qui concernait les Sociétés étrangères, il devait être inséré intégralement leurs statuts en langue française.

Enfin, la loi de 1907 édictait que les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs fussent domiciliés en France, ainsi que l'obligation pour eux de revêtir la notice de leur signature et de leur adresse.

Rappelons enfin que l'article 3 de la loi de 1907 avait un caractère pénal, comme plus tard la loi de 1916 — des amendes étant prévues pour les contrevenants.

(1) Voir *supra*, III^e partie, chap. II.

Ce n'est pas le lieu ici de se livrer à une étude approfondie de la loi de 1907, mais simplement d'indiquer brièvement du point de vue des transactions effectuées sur les marchés français de valeurs étrangères, dans quelle mesure elle pouvait d'abord être contournée, ensuite — étant observée, — constituer un moyen de défense de l'épargne.

*
**

Indiquant plus haut les opérations visées par cette loi, il a de suite été souligné qu'elle ne concernait pas la « négociation » des valeurs.

L'on ne peut dire qu'il s'agit là d'une omission de la part du législateur, mais plutôt, en l'occurrence, de son souci de respecter le principe même de la négociabilité des valeurs mobilières et partant, en l'espèce, celui de défendre l'épargne.

Toutefois, il est de fait que la non-insertion du mot « négociation » dans le texte de la loi de 1907 était susceptible d'avoir, et eut en fait, les mêmes conséquences que sa non-insertion dans la loi du 31 mai 1916.

Il suffit de se reporter à ce qui a été dit plus haut à ce sujet pour mesurer à quel point la possibilité de contourner l'interdiction de la loi de 1916 fut facilitée par celle de ne pas observer les prescriptions de la loi de 1907.

En effet, les insertions prévues par cette dernière au *Bulletin des Annonces légales obligatoires*, devaient être effectuées « *préalablement à toute mesure de publicité* ».

Or, précisément, les mesures de publicité constituent une notion assez large et assez confuse à la fois, et que le législateur de 1907 ne définit qu'insuffisamment lorsqu'il stipule que « les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice » insérée au *B. A. L. O.*

Cette absence de critérium précis de la notion de publicité vient donc, si l'on peut dire, élargir encore la brèche constituée par la non-insertion dans le texte de la loi du mot « négociation ». — En effet, il est d'autres moyens de publicité que les affiches et les prospectus, ne serait-ce que la démarche à domicile, par exemple.

D'autre part, ces moyens doivent nécessairement être employés si l'on veut passer du plan des négociations isolées à celui d'un courant d'affaires de quelque importance. Il devra donc être procédé, par l'introduit en fraude de la loi de 1907, à une certaine publicité qui risque d'échapper à l'application de cette loi et qui, dans cette hypothèse, permettra de donner à ces négociations isolées le volume et le nombre susceptibles de constituer *le fait accompli d'une introduction réalisée* ; les Pouvoirs Publics se verront alors dans l'obligation de sanctionner favorablement cette introduction et cela dans le but même de défendre l'épargne, non plus de façon préventive cette fois, mais pour lui permettre de négocier dans des conditions satisfaisantes les titres ainsi acquis.

C'est surtout en conjonction avec la loi de 1916 que l'insuffisance de la loi de 1907, quant au contrôle de l'introduction des valeurs étrangères sur les marchés français, apparaît le plus nettement.

A cet égard, il est intéressant de rappeler ici un jugement déjà cité dans la III^e Partie de cette étude (2) et illustrant ce qui précède. Il s'agit de la décision rendue par la 11^e Chambre du Tribunal Correctionnel de la Seine, en son audience du 29 novembre 1932 (3), dans une affaire d'introduction en France de valeurs canadiennes, en fraude des lois de 1916 et de 1907, décision par laquelle fut condamné l'inculpé.

Voici comment le Tribunal motiva — du chef de la loi de 1907 — son jugement :

« Attendu que spécialement en ce qui concerne l'application de la loi du 30 janvier 1907, l'inculpé objecte
« que l'insertion n'est obligatoire qu'autant qu'elle précède
« les mesures de publicité ;

« Que n'ayant jamais effectué de *publicité véritable*, ce
« texte ne saurait être visé ;

« Mais qu'il suffit de rappeler que l'envoi de circulaires imprimées à des acheteurs éventuels et l'intervention de démarcheurs auxquels l'inculpé ristournait une
« partie des avantages à lui-même consentis, réalisaient
« suffisamment à cet égard les exigences du législateur et
« rendaient nécessaire l'observation des formalités légales ;

« Que l'existence matérielle du délit prévu par l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 rend ce texte applicable, indépendamment de toute mauvaise foi ;

« Par ces motifs..., etc... »

Le Tribunal condamnait, en l'espèce, non seulement l'introduction par voie de négociations isolées, s'augmentant par la suite jusqu'à devenir un courant d'affaires en fraude de la loi de 1916, mais encore les procédés publicitaires non conformes à la loi de 1907 ; son juge-

(2) Voir *supra*, III^e partie, chap. III.

(3) *Gazette des Tribunaux* des 8-9-10 janvier 1933, p. 2.

ment faisait ressortir l'obstacle que pouvaient constituer, pour les introductions frauduleuses de titres étrangers sur le marché, les formalités de la loi de 1907, l'Administration du *B. A. L. O.* devant s'assurer auprès de celle des Finances, préalablement à l'impression de la notice exigée, de l'octroi, par le Ministre, de la dérogation prévue par la loi de 1916.

Par contre, ce même jugement, par son objet même, illustra la communauté des procédés par lesquels purent être contournées les lois de 1916 et de 1907 : transactions sporadiques, cessions directes, grâce à des démarches auprès d'une clientèle dont la lecture du *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* ne constituait pas, malgré tout, la lecture quotidienne et que l'on pouvait élargir ensuite par l'envoi discret de prospectus ou de circulaires à domicile.

Cependant, l'on doit se demander maintenant dans quelle mesure les exigences de la loi de 1907, relative-ment à l'introduction de valeurs étrangères sur les marchés français, sont susceptibles de constituer un moyen de défense de l'épargne, lorsqu'elles sont régulièrement observées.

*
**

De par l'objectivité et la précision des renseignements que doit obligatoirement contenir la notice prévue par la loi de 1907, il est incontestable que le public est à même de consulter à tous moments un document à la fois complet et simple, susceptible de lui donner tous éclaircissements nécessaires sur la nature des titres offerts sur le marché.

De plus, les journaux financiers contribuent à diffuser les renseignements ainsi fournis et les prospectus ou circulaires envoyés par les banquiers ou professionnels à leurs clients doivent les reproduire exactement, en en déterminant la référence. Ainsi, l'acheteur éventuel sait qu'il existe toujours un document de base, la notice, qu'il peut toujours consulter pour vérifier à la fois l'origine des titres qui lui sont offerts et au besoin la sincérité de celui qui les lui propose (4).

Cependant, l'on doit remarquer qu'en réalité, en ce qui concerne l'introduction et la négociation des valeurs étrangères sur les marchés français, les formalités prescrites par la loi de 1907 apparurent assez inefficaces.

Dans la pratique, en effet, l'épargnant français est assez inexpert et a tendance à se confier aux directives de son remisier ou du spécialiste boursier de l'agence d'établissement de crédit où il a son compte.

Le premier comme le second orientent trop souvent leur client selon les préjugés du moment, la tendance de l'heure ou des consignes générales déterminées.

Bref, les particuliers, c'est-à-dire la très grande masse de l'épargne, se fiant aux hommes de l'art, on peut affirmer que seuls ces derniers, en principe, lisent la

(4) Que l'on nous permette de citer ici ce passage de Hartley Withers (*Stocks and Shares*) : « Tous les prospectus devraient être passés au crible de l'esprit critique d'un homme qui a la jaunisse et avec la facilité la plus pessimiste de croire qu'ils vous attirent dans des trappes qu'ont posées des financiers dans le but de soulager le lecteur d'une partie de son argent. Il ne faut faire aucune rémission et jamais le bénéfice du doute ne doit être accordé au prospectus... Il doit au contraire savoir supporter l'enquête la plus sceptique ; sinon, c'est un service à rendre à la communauté que de le jeter au panier le plus vite possible lorsqu'il vous arrive par la poste ou attire insidieusement votre attention dans les colonnes du journal et votre première pensée doit être instinctivement : il y a quelqu'un qui en veut à mon argent ! »

notice publiée au *B. A. L. O.* selon les prescriptions de 1907.

Ceci est surtout exact en ce qui concerne les titres introduits ou négociés sur un marché. Les titres faisant l'objet d'émission donnent, en effet, lieu à l'envoi direct à la clientèle de prospectus ou de circulaires.

Mais, d'une façon comme d'une autre, il apparaît bien qu'en l'espèce, et surtout du point de vue de l'introduction et de la négociation des valeurs étrangères, la défense de l'épargne ne peut être efficacement conduite qu'en tenant la main à ce que ses cadres bancaires ou boursiers sachent remplir honnêtement et intelligemment leur rôle de guides éclairés et impartiaux. C'est par eux que doivent être lues les publications faites au *B. A. L. O.* et c'est précisément parce que cette lecture demeure insuffisamment suivie, notamment en ce qui concerne l'introduction et la négociation de valeurs étrangères, que la loi de 1907, à l'égard de ces dernières, apparaît comme une formalité coûteuse et trop souvent inutile.

Nous avons dit (5) par quels facteurs fut commandé le mouvement des investissements français en valeurs étrangères. Celles-ci firent davantage l'objet, de la part de l'épargnant français, d'une option générale, positive ou négative selon les époques, que de choix particulier déterminé par la qualité ou la sécurité de tel ou tel placement.

Portant leurs ordres à l'un ou l'autre des trois marchés français, les épargnants, sollicités ou agissant d'eux-mêmes, sont rares qui se soient déterminés grâce à la

(5) Voir 1^{re} partie.

documentation officielle du *B. A. L. O.* Ils se sont bien plutôt préoccupés du caractère de valeur-refuge que pouvaient présenter les titres achetés, de leurs qualités spéculatives, de leur taux de capitalisation, etc... Combien parmi eux connaissent-ils seulement la promulgation de la loi de 1907 et savent-ils que celle-ci a prescrit, en ce qui concerne les valeurs étrangères, la publication au *B. A. L. O.* du texte intégral des statuts en langue française ? !...

L'on ne peut se défendre de comparer, en l'espèce, l'attitude prise par les Pouvoirs Publics en édictant la loi de 1907 à celle adoptée par eux, lors de l'ordonnance de 1823 dont on a rappelé plus haut le préambule, où l'on pouvait lire que la permission de coter des emprunts étrangers n'impliquait, de la part du Gouvernement, aucune « obligation d'intervenir en faveur de ceux.....
« qui, *de leur plein gré*, y placeraient des capitaux... ».

De ce rapprochement, il ressort de suite que les deux attitudes sont communes à l'égard de ceux qui « de leur plein gré » se livrent à telle ou telle opération financière. En 1823, on autorisait la cotation, sans en garantir les conséquences. En 1907, on prescrivit des formalités de publicité, grâce auxquelles l'épargnant soucieux de mesurer ses risques, put se documenter utilement et facilement.

Mais dans l'un et l'autre cas, l'épargne demeure livrée à elle-même. Elle agit « de son plein gré » et prend son risque.

Par la loi de 1907, on ne la protégea pas ; on lui donna un moyen de défense ; à elle de s'en servir, comme elle le peut !



A cette conception de la défense de l'épargne, se restreignant à mettre à sa disposition certains moyens d'information, susceptibles d'éclairer un choix dont on lui laisse l'initiative entière, peut s'opposer une autre conception tendant à limiter ce choix par des mesures concernant directement ou indirectement l'introduction des valeurs étrangères sur les marchés français.

De cette seconde conception dont s'inspirèrent aussi les Pouvoirs Publics naquirent, d'une part, la réglementation qu'ils prescrivirent relativement à la constitution des dossiers d'introduction des valeurs étrangères et, d'autre part, un ensemble de dispositions tendant à défendre l'épargne et non plus seulement à lui en donner les moyens.

En ce qui concerne le premier point, il fut réglé par le décret du 6 février 1880.

L'article 2 du décret de 1880 s'exprime ainsi :

La Chambre Syndicale (des Agents de Change) près
« la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est
« demandée se fait remettre les pièces et justifications
« suivantes :

« 1° les actes publics ou privés, statuts, cahiers des
« charges, etc..., en vertu desquels cette valeur a été créée
« dans son lieu d'origine ;

« 2° la certification, par l'autorité consulaire établie en
« France que ces actes sont conformes aux lois et usages
« de leur pays d'origine, et *que la valeur est officiellement*
« *cotée dans ledit pays*, à moins qu'il n'y existe pas de
« Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par
« certificat ;

« 3° La justification de l'agrément par le Ministre des
« Finances d'un représentant responsable du paiement des
« droits du Trésor ».

Nous avons souligné ci-dessus cette prescription que la valeur éventuellement admise soit cotée dans son pays d'origine : nous pensons que, de la part des Pouvoirs Publics il n'a su s'agir, en l'espèce, d'une mesure répondant à la préoccupation que puisse s'établir, à propos de la valeur considérée et entre la place française et la place d'origine, un arbitrage susceptible d'assouplir, en les élargissant, les transactions effectuées en France, et partant d'assurer à leurs cours une stabilité salubre à l'épargne. Il ne faut y voir plutôt — et la restriction relative au cas où il n'existerait pas de Bourse officielle dans le pays d'origine de la valeur est significative à ce sujet — que le souci que ne soient introduites et cotées en France que des valeurs dont la notoriété a déjà été sanctionnée à l'étranger par une admission « officielle » à une Cote.

L'article 3 du décret de 1880 ajoute que « la Chambre Syndicale peut demander, en outre, toutes pièces, « justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires ».

Ces pièces, un nouveau décret, en date du 10 août 1896, devait en spécifier l'énumération, demeurant entendu que les Chambres Syndicales étaient toujours à même de réclamer tous documents supplémentaires. s'il y avait lieu.

Ajoutons que les Chambres Syndicales du Marché en Banque furent amenées, dès leur constitution, à

adopter la procédure prévue par les décrets de 1880 et de 1896 (6).

Ainsi, de ce qui précède, on peut conclure que les Pouvoirs Publics, du point de vue de la défense de l'épargne, se sont inquiétés des documents sur lesquels devait s'appuyer l'appréciation des organismes compétents ; par là même, ils habilitèrent ces derniers à exiger des introducteurs de titres ou des sociétés, les renseignements nécessaires tant à l'admission des valeurs qu'à informer la clientèle de bourse des diverses opérations relatives à ces valeurs : détachements de coupons, conversions, remboursements, etc...

Mais il y a plus. — Par ces mesures, les Pouvoirs Publics marquaient la responsabilité civile que peuvent encourir les organismes dirigeants des marchés, en cas d'admissions de titres juridiquement irréguliers, sans toutefois que la décision d'une Chambre Syndicale d'Agents de Change ou de Banquiers en Valeurs puisse être considérée, du point de vue économique ou financier, comme une garantie quelconque.

Cependant, la responsabilité de ces dernières peut être, en outre, engagée, par simple application des articles 1382 et 1383 du Code Civil, lorsqu'elle fait preuve de « négligence ou d'imprudence ». Application fut faite de cet article dans l'affaire du Memphis et Paso and Pacific Railroad (Transcontinentale du Sud des Etats-Unis), et dans laquelle la Chambre Syndicale des Agents de

(6) Complétant ces indications, il y a lieu de mentionner qu'en ce qui concerne l'admission à la Cote Officielle des fonds d'Etat étrangers, le Ministre des Finances prescrivit également par une lettre en date du 12 février 1880 (*Manuel des Agents de Change*, p. 559) les pièces à insérer au dossier et dont le double devait lui être adressé. (Document déjà cité, III^e partie, chap. I^{er}).

Change de Paris fut condamnée sur la plainte d'un groupe de porteurs d'obligations (7).

En résumé, les Pouvoirs Publics, réglementant et, au besoin, sanctionnant la procédure d'admission par les organismes compétents des valeurs étrangères sur les marchés, contrôlèrent donc, dans cette mesure, l'admission en question et limitèrent ainsi, en contribuant à l'orienter, le choix de l'épargne.

Mais cette limitation demeurait à la fois trop vague et trop large. Comme on l'a vu plus haut, au cours de cette étude, elle n'empêcha ni les introductions frauduleuses, ni les abus commis sur le marché « hors cote » auquel, par définition, elle ne s'appliquait pas.

C'est pourquoi, trop tardivement d'ailleurs et, comme à l'accoutumée, sous la pression des faits — en l'occurrence en présence de certains désastres subis par l'épargne — le Gouvernement, ému de cette insuffisance, fut amené à prendre un ensemble de mesures destinées à prémunir directement cette dernière contre des choix malheureux.

*
**

(7) Cité par J. Buisson (*Le Privilège des Agents de Change*, Thèse, Paris, 1939) : La Société en question avait demandé l'admission à la Cote Officielle de bons hypothécaires, gagés sur des terrains concédés. Sur la simple affirmation que ces titres étaient cotés à la bourse de New-York, la Chambre Syndicale les avait admis. L'année suivante, on s'aperçut qu'il n'en avait jamais rien été, la pièce constatant la cotation à New-York étant un faux ; l'on se trouvait en présence d'une vaste escroquerie. La Chambre Syndicale fut condamnée comme civilement responsable du dommage causé aux acquéreurs de ces bons hypothécaires, par le Tribunal de la Seine, puis, le 24 juillet 1875, par la Cour d'appel de Paris, enfin par la Chambre civile le 4 décembre 1877 qui rejeta le pourvoi et confirma la thèse de la Cour d'appel, celle-ci ayant notamment repoussé l'allégation que l'admission à la cote avait été effectuée sous le contrôle du Gouvernement.

Il y a lieu d'évoquer ici un projet de loi, présenté au début de l'année 1929, par le groupe socialiste de la Chambre, « tendant à protéger l'épargne et à organiser le crédit » (8).

Ce serait sortir du cadre de cette étude que d'y faire l'analyse de ce projet. Mentionner toutefois celles de ces suggestions relatives aux transactions sur valeurs étrangères, permettra d'identifier la doctrine dont, sans se l'avouer peut-être, s'inspirèrent davantage les Pouvoirs Publics en la matière.

Le projet socialiste de 1929 prévoyait tout d'abord l'institution d'un Conseil Supérieur des banques, bourses et sociétés, constitué auprès du Ministère des Finances et pourvu de trois services de contrôle, respectivement des sociétés, des banques et des bourses. Tant le Conseil que chacun de ces trois services devaient compter un ou plusieurs hauts fonctionnaires ou délégués du Gouvernement.

Le projet comportait un certain nombre de prescriptions relatives aux sociétés (contrôle, gestion, émissions) et aux banques (réglementation de la profession de banquier).

En ce qui concernait les Bourses, le projet prévoyait une réglementation de la profession d'agent de change et de coulissier, un contrôle des opérations de bourse et notamment de l'admission des valeurs à la Cote tant officielle que libre ; un monopole de droit était, pour cela, imparti aux banquiers en valeurs.

Précisons ici, car c'est notre sujet, qu'il était spécifié à cet égard que « tout titre qui n'aura pas été admis

(8) Annexe du procès-verbal de la séance du 10 janvier 1929.

« par le service du contrôle ne pourra donner lieu à « l'inscription à aucune Cote rendue publique », ni être publiée de façon quelconque, soit sur un tableau, soit par affiches. C'était fermer, théoriquement du moins, la brèche du « hors cote » par laquelle, nous avons montré comment, furent contournées, en faveur des valeurs étrangères, les lois de 1907 et de 1916, trop souvent au grand dam de l'épargne.

Ajoutons qu'en ce qui concerne la protection directe de cette dernière, c'était particulièrement aux porteurs de titres étrangers qu'allait la sollicitude du projet socialiste. Celui-ci prévoyait le dépôt de ces titres à la Banque de France, qui, en représentation, devait délivrer des certificats spéciaux, à ordre ou au porteur. Le but de ce dépôt était la représentation et la défense par la Banque de France des porteurs de certificats (9).

Enfin, concernant les manœuvres frauduleuses des syndicats financiers, le projet socialiste estimait suffisant d'invoquer à leur encontre l'article 419 du Code pénal.

Ce projet, s'il ne fut pas voté, constitua néanmoins la préfigure de mesures prises ou tentées à cette époque par les Pouvoirs Publics. Comme tel, d'ailleurs, il illustre cette tendance que nous avons déjà signalée à propos du maintien de la loi de 1916 (10) et selon laquelle les Gouvernements français qui se sont succédés depuis la guerre de 1914-1918 furent amenés, tout en s'en défendant avec une conviction parfois sincère, mais toujours

(9) Dans son préambule, le projet disait s'être inspiré des « Comptoirs d'administration », créés et développés en Hollande (Administratie Kantoor).

(10) Voir *supra*, III^e partie, chap. VI.

dépassée par les circonstances, à renoncer progressivement aux principes de l'orthodoxie libérale.

Cette attitude s'est parfaitement concrétisée dans la façon dont fut, en quelque sorte, démarqué le projet socialiste qui vient d'être évoqué : à la centralisation et au strict contrôle qu'il suggérait, l'on fit une part, mais sans aller jusqu'à ses conclusions ultimes, bien qu'il ait été tenu compte cependant des données du problème, telles que ce projet les avait énoncées.

L'on ne saurait d'ailleurs mieux résumer la politique effectivement suivie par le Gouvernement qu'en transcrivant, ci-après, un fragment du discours que prononça M. CHÉRON, Ministre des Finances, devant la Chambre des Députés, le 7 juin 1929.

Cette citation a l'avantage de situer, de façon vivante, diverses questions abordées au cours du présent chapitre, en indiquant les solutions que le Gouvernement envisagea pour les résoudre : surveillance et rénovation des cadres bancaires et boursiers de l'épargne, élargissement de la publicité de la loi de 1907, réglementation et contrôle du marché « hors cote », répression des manœuvres frauduleuses, etc...

L'on verra aussi dans quelle mesure s'est exercée l'influence du projet socialiste rappelé ci-dessus, et jusqu'à quel point ses conclusions furent soit incomplètement suivies, soit nettement dépassées.

A cet égard, il serait intéressant d'analyser les mesures prises par la suite, notamment lorsque, par train de décrets-lois, en août 1935, fut édictée toute une série de dispositions relatives à la défense de l'épargne (réglementation du démarchage, modifications du droit

des sociétés, etc...). Mais ces dispositions ne concernèrent qu'assez indirectement les transactions boursières sur valeurs étrangères.

Nous sortirions donc du cadre de cette étude : le discours de 1929, dont voici de larges extraits, suffit à indiquer la position prise par le Gouvernement et son attitude à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, en ce qui concerne la protection de l'épargne, depuis cette époque.

.. .. .
« Dès le 27 novembre 1928, le Gouvernement déposait un projet de loi *portant interdiction de l'exercice de la profession de banquier* aux individus frappés de certaines condamnations ou incapacités (11).

.. .. .
« Nous vous avons saisis également d'un projet de loi « ayant pour objet la *réglementation du démarchage* en « matière de valeurs mobilières (12).

.. .. .
« Nous vous avons également saisis d'un projet de « loi concernant la *publicité des émissions financières* et « des sociétés commerciales.

« Ce projet a pour objet, non seulement d'élargir la « publicité prévue par la loi du 30 janvier 1907 et de « l'étendre à des titres non visés par cette loi, mais encore « d'empêcher les fraudes trop souvent pratiquées au moyen « de prospectus, d'affiches, de circulaires ou d'annonces « dans les journaux.

« Nous voulons obliger les émetteurs et les introduc-
« teurs de titres à fournir, sous leur propre responsabilité,
« civile et pénale, tous les renseignements de nature à
« mettre le public en mesure d'apprécier la solidité des

(11) Loi du 19 juin 1930.

(12). Cette réglementation ne fut instituée que par le décret-loi du 8 août 1935.

« valeurs qui lui sont offertes et de ne s'engager qu'en
« connaissance de cause (Très bien ! Très bien !)

« La section financière du Parquet, divers orateurs
« l'ont dit, rend tous les jours d'inappréciables services.
« Mais je reconnais qu'elle est très insuffisamment outil-
« lée, soit en personnel, soit en moyens matériels.

« Nous avons déposé un projet de loi tendant à ouvrir
« les crédits nécessaires pour lui fournir ces moyens.

« En attendant même que ces divers projets de loi
« soient votés — vous voudrez bien me permettre de vous
« dire respectueusement et cordialement qu'il ne dépend
« que de vous qu'ils le soient, — nous avons pris certaines
« mesures d'ordre administratif.

« Quelles mesures ?

« Tout d'abord, par un arrêté du 26 décembre 1928,
« nous avons institué une commission de contrôle (13), à
« laquelle sont maintenant soumises, avant toute décision
« du Ministre des Finances, toutes les demandes d'intro-
« duction sur le marché de valeurs mobilières étrangères,
« de valeurs coloniales, de valeurs de sociétés holdings,
« ainsi que de valeurs de sociétés françaises lorsqu'elles
« ont leur principal établissement à l'étranger (Très bien !
« Très bien !)

« C'est encore sur la demande du Ministre des Finan-
« ces que le Syndicat des Banquiers en Valeurs au Comp-
« tant a imposé à ses adhérents *une réglementation des*
« *valeurs* du Marché hors cote.

« Cette réglementation a principalement pour objet
« d'assurer la sincérité et la publicité des négociations.

« En particulier, l'obligation du dépôt, au commis-
« sariat de la Bourse, d'un dossier sur chaque affaire
« d'émission de valeurs par une société ou collectivité dont
« la création remonte à un délai inférieur à deux ans, per-
« mettra à la section financière du Parquet d'être immé-
« diatement informée et d'intervenir lorsque les introduc-

(13) Voir *supra*, III^e partie, chap. IV : cette commission ne comportait aucun représentant de l'épargne et n'était composée exclusivement que de fonctionnaires. Nous avons dit, par ailleurs (*supra*, III^e partie, chap. V) les inconvénients de la présence de délégués de l'épargne à de tels comités.

« tions de valeurs paraîtront présenter un caractère financier (14).

« C'est également à la demande du ministre des finances que les Syndicats de Banquiers en Valeurs ont décidé de renforcer le contrôle que leur chambre syndicale exerçait sur les opérations de la Coulisse.

« Les vérifications qui, je le reconnais volontiers et certains événements l'ont démontré, n'étaient pas suffisamment fréquentes, ni suffisamment étendues, seront désormais plus nombreuses et plus approfondies. Elles porteront sur l'ensemble des affaires traitées dans les maisons de coulisse, y compris leurs participations dans des syndicats, ce qui est essentiel.

« Nous n'avons pas, Messieurs, la prétention de soutenir que ces mesures réglementaires ou que les projets dont nous avons eu l'honneur de vous saisir pourront suffire. *Et, comme des mesures complémentaires s'imposent certainement, nous avons institué, par décret du 5 février 1929, une commission de protection de l'Épargne*, commission permanente composée d'hommes qui, par leur valeur et leur technicité, donnent toutes les garanties (15).

« Cette commission s'est mise à l'œuvre. Vous allez me demander si elle sommeille, comme un certain nombre de commissions constituées dans ce Pays. Non pas. Elle a même beaucoup travaillé et voici les projets qu'elle examine en ce moment.

« Elle étudie, tout d'abord, un projet tendant à rendre obligatoire la publication, par les sociétés holdings faisant appel à l'Épargne, de la composition de leur portefeuille (16).

« Les Sociétés holdings sont, on vous l'a dit, des organismes constitués en vue de la gestion, sous des for-

(14) Cette réglementation du marché « hors cote » ne fut que de peu de durée et demeura, du point de vue de la défense de l'épargne, parfaitement inefficace.

(15) Cette commission comprenait, notamment, à côté de hauts fonctionnaires, des représentants éminents de la Bourse et de la Banque.

(16) Cette loi n'a jamais vu le jour.

« mes et dans des buts divers, d'un portefeuille de valeurs mobilières. Dans l'intérêt de l'épargne, à laquelle elles font appel, il m'apparaît nécessaire qu'elles soient assujetties à un contrôle analogue à celui des sociétés d'épargne et de capitalisation. C'est dans ce sens que la commission de protection de l'épargne prépare son projet.

« Nous avons demandé à cette commission — et ceci me paraît, en vérité, répondre aux préoccupations de M. MONNET (17) d'étudier la situation des Syndicats en Bourse, qui provoquent, sur une valeur, des mouvements en hausse ou en baisse, ou dans les deux sens.

« Evidemment, car il faut tout dire, la réglementation est assez difficile. Ce sont des sociétés de personnes, ce sont des syndicats occultes qui se forment sans publicité, tantôt à Paris, tantôt à l'étranger, et qu'il est malaisé de saisir. On ne sait d'où ils viennent et c'est surtout par les résultats que l'on constate leurs agissements.

« Lorsque ces Syndicats, dans un but purement spéculatif, déterminent sur une valeur, une hausse hors de proportion avec son taux de capitalisation réel, ils s'emparent, à mon avis, dans des conditions qui doivent être répréhensibles, d'une partie de la fortune d'autrui (Applaudissements), surtout lorsque la valeur, ayant atteint un prix factice, se dégonfle après que le Syndicat a réalisé ses bénéfices (Nouveaux applaudissements).

« Certes, Messieurs, il y a l'article 419 du Code pénal dont on n'a pas parlé, par une discrétion dont aucun juriste ne s'étonnera.

« L'expérience semble avoir démontré que cet article 419, qu'on invoque dans les cas les plus divers, à propos tantôt d'affaires financières, tantôt d'opérations commerciales ou d'augmentation du coût de la vie, n'est pas d'une application très aisée. Nous étudions, dans cette commission de protection de l'épargne, les textes complémentaires nécessaires.

« Permettez-moi d'ajouter qu'il y a là, d'autre part, une question de police administrative. Cette police existe,

(17) L'un des auteurs du projet de loi socialiste évoqué ci-dessus.

« mais il faut reconnaître qu'elle ne dispose pas de l'organisation qu'il faudrait. Nous sommes ici, Messieurs, dans une matière très spéciale et très délicate. Nous avons affaire à des gens très habiles, très avisés.

« D'un autre côté, vous n'en voudrez pas au Ministre des Finances de dire *qu'il faut concilier, avec la nécessité de réprimer des manœuvres frauduleuses, celle de ne pas entraver la liberté du développement nécessaire des transactions*. L'activité du marché, l'importance de la Bourse de Paris sont tout de même des facteurs essentiels de la vie économique de notre pays.

« Or, les commissaires de police spéciaux, quel que soit leur dévouement, ne possèdent pas, je le reconnais, toute la compétence financière qui serait indispensable. De son côté, Monsieur le Garde des Sceaux vous dirait que le Parquet ne peut intervenir que si un délit a été commis.

« *Une section financière a été créée à la Sûreté Générale*. Elle n'est encore qu'à ses débuts. Il convient de la fortifier. La Commission de protection de l'épargne, qui a étudié cette question, a conclu à la nécessité de demander des crédits pour ce renforcement. Ces crédits seront sollicités dans le prochain collectif.

« Nous vous avons dit que nous avons déposé un projet de loi sur la publicité des émissions financières.

« Enfin, nous avons soumis à l'étude de la commission de protection de l'épargne, une création à laquelle j'attache, pour ma part, beaucoup d'importance, *celle d'un Office national des Sociétés*. Ce serait par analogie avec ce qui existe en Angleterre et sans que l'institution fasse double emploi avec le registre du commerce, un Office de centralisation et d'information, où le public pourrait se renseigner et se documenter sur les statuts des sociétés, sur leur bilan, sur les comptes rendus de leurs assemblées générales.

« La publicité, telle qu'elle est organisée par la loi de 1907, même après les modifications que vous avez, sur notre demande, apportées à cette loi dans le projet soumis à vos délibérations, a, vous le savez, le double défaut d'être occasionnelle et d'être éparse.

« Il n'y a pas de grandes banques, de grandes sociétés
« privées, qui n'aient un fichier pour suivre les entreprises,
« pour se renseigner sur leur solvabilité.

« Il est nécessaire que les épargnants les plus modes-
« tes trouvent, auprès d'un organisme impartial, la docu-
« mentation nécessaire, indispensable. C'est pourquoi je
« vous ai dit que j'attache à cette question la plus grande
« importance (Applaudissements). »

SIXIEME PARTIE

LA GUERRE DE 1939-40 ET LES BASES D'UNE POLITIQUE NOUVELLE DES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

Cette dernière partie de notre étude n'a la prétention de constituer ni un ensemble de prophéties, ni un programme ; il s'agit plutôt d'une conclusion, mais qui a ce double intérêt, à nos yeux, d'abord d'intervenir au lendemain d'événements susceptibles de renouveler entièrement les conditions de la vie économique et financière, ensuite de se projeter sur un avenir impliquant plus que jamais, pour les leçons du passé, d'être la clé des solutions futures.

Il conviendra donc d'indiquer, en premier lieu, les conséquences immédiates, pour les marchés français de valeurs étrangères, de la guerre actuellement en cours : ce sera faire le point de leur situation et de leur rôle présents.

Ensuite — tenant compte d'une évolution économique et politique que la crise mondiale, ouverte en 1939, n'a fait que précipiter — l'on s'efforcera d'établir dans quelle mesure les Pouvoirs Publics auront à modifier l'attitude qu'ils ont eue dans le passé à l'égard de ces marchés.

Pour cela, l'on devra évidemment demeurer dans

l'hypothèse du maintien, du développement et du renouvellement incessants des relations financières internationales, quelle qu'en soit d'ailleurs l'envergure, continentale ou mondiale.

L'on ne saurait, par conséquent, discuter ici de l'avenir même de ces relations ou de leurs moyens matériels ; non seulement ce serait dépasser le cadre de cette étude, mais encore se livrer à des conjectures grevées elles-mêmes de trop d'inconnues.

CHAPITRE PREMIER

LES CONSEQUENCES IMMEDIATES DE LA GUERRE ACTUELLE

La crise politique mondiale qui s'est ouverte le 1^{er} septembre 1939 aura comporté jusqu'ici, pour la France, deux phases, dont la première s'est terminée lors de la signature de l'armistice de juin 1940, et la seconde qui est encore en cours à l'heure où nous écrivons ces lignes.

La première de ces deux phases est celle de l'engagement actif de notre Pays dans la guerre, la seconde celle de sa réorganisation progressive, au lendemain d'une défaite militaire.

Rappelons d'abord brièvement ce que furent les transactions sur valeurs étrangères du début des hostilités au 11 juin 1940, date à laquelle la Bourse de Paris fut fermée pour ne rouvrir ses portes aux seules valeurs françaises que trois mois plus tard.

D'un mot, l'on peut dire qu'en dehors de certaines prescriptions édictées dans le cadre de la réglementation des changes, aucune entrave ne fut apportée par les Pouvoirs Publics au fonctionnement des marchés français de valeurs étrangères, ni prise aucune décision particulière les concernant.

Le contrôle des changes, institué par le décret-loi du 9 septembre 1939, donna lieu à un certain nombre de textes, dont il suffit ici d'indiquer qu'en ce qui con-

cerne les transactions sur valeurs étrangères, ils portèrent interdiction, de façon générale, de toutes opérations consistant soit à céder à une personne considérée comme étrangère des valeurs étrangères, soit à porter à son crédit le produit de la vente pour son compte de ces valeurs.

C'était donc arrêter tout arbitrage international et restreindre les transactions au cadre national.

Il est clair que de telles mesures étaient inspirées non seulement par les principes d'un strict contrôle des changes, mais encore par ceux qui avaient dicté l'attitude des Pouvoirs Publics lors de la guerre de 1914 à l'égard des valeurs étrangères (1), et qui les avaient amenés à mobiliser au service de la défense nationale tous les signes représentatifs de devises détenues dans le pays.

Pratiquement, les marchés français de valeurs étrangères, malgré l'arrêt de l'arbitrage, connurent pendant l'hiver 39-40 une assez grande activité, due pour une part importante aux craintes d'ordre monétaire que suscitent toujours en France les crises politiques, de quelque nature qu'elles soient.

Cependant, cette activité se ralentit au printemps, avec la diminution générale des affaires sur le marché financier ; elle fut brutalement interrompue le mardi 11 juin : la Bourse fermait ses portes. Les derniers cours de valeurs étrangères furent inscrits sur la Cote officielle et sur la Cote du Syndicat Général des Banquiers en Valeurs du 10 juin 1940. Il n'en a plus été publié depuis, en zone occupée.

(1) Voir *supra*, I^{re} partie, chap. II.

En effet, dès le 14 juin, l'organisation allemande du contrôle des devises en France (Devisenschutzkommando in Frankreich) ayant installé ses bureaux dans l'immeuble anciennement occupé par la Banque LAZARD, adressa à toutes les associations de banques une circulaire intimant à leurs adhérents ainsi qu'à tous établissements, agents de change ou courtiers dépositaires de titres étrangers de les bloquer et de lui en faire la déclaration (2).

De plus, par une ordonnance du 27 août 1940 (3), le Militäerbefehlshaber in Frankreich portait interdiction de négocier toute valeur étrangère, que les titres en fussent bloqués ou non bloqués.

En effet, tous les titres de valeurs étrangères détenus par les particuliers n'ont été soumis à aucune déclaration, ni par conséquent, à aucun blocage. Ils demeureraient donc susceptibles de faire l'objet de négociations de gré à gré ou de cessions directes. Sans rechercher ici l'importance qu'a pu prendre une telle sorte de transactions, l'on peut cependant signaler leurs méfaits et dire qu'ils ne cesseront que du jour où sera reprise, par les Organismes compétents, une cotation régulière.

D'autre part, à la Bourse de Lyon et également à Marseille, sont négociées les valeurs étrangères inscrites aux Cotes de Paris. Des cours sont publiés assez régulièrement, du moins pour les valeurs importantes. Mais

(2) Cette déclaration et ce blocage durent comprendre également les titres qui, matériellement, se trouvaient ou avaient été évacués en zone libre, mais dont le propriétaire était domicilié en zone occupée.

(3) Publiée au *Verordnungsblatt in Frankreich*, n° 6.

l'on s'est vite aperçu — et cela illustre ce qui a été dit plus haut au sujet de l'organisation des marchés et de l'ampleur des transactions — que ni Lyon ni Marseille, ni les autres places, malgré l'activité qu'ont pu y dépenser certains éléments auxquels était devenu interdit le séjour en zone occupée, ne sont « outillées » pour assurer aux négociations de valeurs étrangères la souplesse et la facilité désirables.

Néanmoins, et peut-être pour remédier provisoirement à cet état de choses, mais surtout pour freiner les transactions susceptibles d'être effectuées en contravention de la réglementation des changes toujours en vigueur, le Gouvernement, dans le cadre de cette réglementation a, par décret du 20 décembre 1940 (4), interdit toute négociation de valeurs étrangères « autrement qu'en Bourse ».

Prise par les Autorités françaises, cette mesure s'étend donc à l'ensemble du territoire ; mais, en ce qui concerne la zone occupée, où les négociations sur valeurs étrangères se trouvent interdites du fait des prescriptions allemandes, en Bourse ou autrement, elle ne vient que doubler cette interdiction.

Comme tel, cependant, le décret du 20 décembre 1940 équivaut, de la part du Gouvernement français, à reconnaître implicitement la nécessité de marchés organisés, si l'on veut non seulement freiner la spéculation, mais aussi assurer au public la sincérité des cours.

A cet égard, les Pouvoirs Publics ont pris une autre mesure qui peut, par la suite, avoir des conséquences importantes.

(4) J. O. du 22-12-1940.

Par la loi du 6 décembre 1941 (5), aucune cession directe à titre onéreux portant sur des actions ou parts de fondateur de sociétés françaises ou étrangères, *admissibles à une cote officielle*, ne peut être valablement effectuée sans être enregistrée par un agent de change, sur déclaration des parties ; cet enregistrement peut être refusé si le prix déclaré par ces dernières n'est pas compris entre le plus bas et le plus élevé des trois cours moyens précédant la date de réception de la demande d'enregistrement.

Ces prescriptions furent ensuite étendues aux valeurs cotées au Marché en Banque, par la loi du 14 février 1942 (6) « tendant à l'organisation et au fonctionnement des bourses de valeurs ».

Issue des travaux du Comité provisoire d'organisation professionnelle des Banques (section Bourse) institué en vertu de la loi du 16 août 1940, relative à l'organisation des professions, la loi du 14 février, créant un Comité Général des Bourses de valeurs, vient de donner en outre au Marché en Banque son statut professionnel. De tolérée, la « Coullisse » devient titulaire d'un monopole de droit (7), appelé à s'exercer sur l'ensemble des valeurs non inscrites à la Cote officielle.

Les anciens « banquiers en valeurs », promus au titre de « Courtiers en Valeurs » se voient chargés notamment de l'enregistrement des cessions directes sur les valeurs inscrites à leur Cote et il y a tout lieu de

(5) J. O. du 7-12-41.

(6) J. O. du 15-2-1942.

(7) L'on se souvient que cette mesure avait été prévue dans le projet socialiste de 1929 (voir *supra*, V^e partie, chap. II).

penser que, par la suite, cet enregistrement devra également concerner les valeurs n'y figurant pas. Le marché hors cote est donc appelé à disparaître, d'autant plus que la loi du 14 février prévoit l'interdiction, à toute autre personne que les courtiers en valeurs, de publier aucun relevé de cours concernant des valeurs ne figurant à aucune Cote.

Dans la mesure, d'une part, où cette publication constituait l'outil de travail indispensable aux professionnels du « hors cote » et, d'autre part, où les courtiers en valeurs sauront faire respecter leur monopole, la loi du 14 février 1942 constitue, pour les marchés français de valeurs étrangères futurs, une possibilité de réorganisation profonde et partant, de cohésion beaucoup plus grande qu'auparavant.

Cette cohésion même aura pour effet d'accroître l'efficacité de toute politique suivie à l'égard de ces marchés. La brèche du « hors cote » (8), devenant celle des transactions interdites, présentera, comme telle, lorsqu'auront disparu les circonstances actuelles, moins d'importance, parce que suscitant davantage la méfiance de l'épargne.

Mais ce marché occulte et frauduleux, d'ailleurs, ne verra ses transactions diminuer qu'en fonction même des qualités que présenteront les marchés officiels, quant à leur organisation et à l'ampleur des transactions susceptibles de s'y effectuer.

L'œuvre de réorganisation financière du Pays fut l'occasion d'une autre mesure qu'il faut rappeler ici :

(8) Voir *supra*, II^e partie, chap. III ; III^e partie, chap. IV et V^e partie, chap. II.

la loi du 28 février 1941 sur la nominativité des titres prévoit que les actions des sociétés étrangères, négociées sur un marché, ne pourront être livrées aux acquéreurs que sous la forme de certificats nominatifs dont les conditions d'établissement, la forme et le mode de cession seront ultérieurement déterminés.

Il ne convient pas ici de rechercher quelle pourra être l'incidence de cette loi sur le fonctionnement futur des marchés français de valeurs étrangères. Notons simplement que son intérêt n'est certainement pas seulement d'ordre fiscal et qu'elle peut, par la désignation des cédants et des cessionnaires, constituer une entrave sérieuse aux négociations effectuées en vue d'introductions frauduleuses.

Ajoutons enfin qu'une « Caisse centrale de dépôts et de virements de titres » a été créée par la loi du 18 juin 1941, à l'image du système allemand. L'avenir dira les services que pourra rendre cette institution, qui pour le moins, contribuera à moderniser quelque peu les modes de règlement des opérations de Bourse. Mais, d'ores et déjà, ne peut-on prévoir que la Caisse Centrale pourrait éventuellement, grâce à la non-individualisation de ses dépôts, mettre au service des marchés de valeurs étrangères les disponibilités de titres nécessaires à constituer le volant qu'a été, jusqu'ici, l'arbitrage international ?

Mais ce n'est là qu'une hypothèse, pour le moment.

Nous pourrions encore indiquer le souci manifesté par les Pouvoirs Publics de freiner la spéculation : les mesures relatives à l'établissement d'une taxe sur la plus-value ne seront certes pas sans exercer une

influence sur les transactions futures de valeurs étrangères.

Mais bornons-nous à constater ici l'effort considérable de réorganisation du marché financier, tenté depuis l'Armistice par le Gouvernement. Cette réorganisation menée de front avec celle des Banques (9) confirme les remarques que nous faisions précédemment : un marché est un courant d'affaires auquel il faut une organisation appropriée ; cette organisation concerne notamment le statut, c'est-à-dire les droits et *les devoirs* des intermédiaires ; l'activité de ces derniers doit être considérée comme le prolongement de celle des banquiers et autres collecteurs d'ordre auxquels il convenait aussi de donner la cohésion nécessaire. Les Pouvoirs Publics l'ont parfaitement compris. Le cadre des marchés français de valeurs étrangères demeure commun à celui des marchés de valeurs françaises ! Mais ce cadre est désormais fixé de façon précise.

Il reste à prévoir une organisation particulière appropriée au caractère international des marchés de valeurs étrangères et relative aux conditions techniques et financières que nécessitent le fonctionnement et le développement de ces marchés (10).

Cette organisation, nul mieux que les Chambres Syndicales compétentes ne saurait y pourvoir. Encore faut-il que les Pouvoirs Publics y prennent garde et, au besoin, bousculant les routines, appuient de leur autorité les réformes entreprises.

(9) Lois des 13 et 14 juin 1941.

(10) Voir *supra*, II^e partie, chap. IV.

CHAPITRE II

L'ECONOMIE ORGANISEE ET LES MARCHES FRANÇAIS DE VALEURS ETRANGERES

L'économie dirigée, avec son cortège sévère de réglementations et de contrôles, peut sembler n'être qu'une expérience violente, préambule à une économie organisée.

Cependant, cette expérience s'est moins souvent inspirée jusqu'ici d'une doctrine déterminée que de nécessités exceptionnelles, impliquant la mobilisation de toutes les forces nationales au salut commun. C'est ainsi que les guerres en ont été l'occasion chaque fois plus marquée.

Sur le plan industriel et commercial, la politique d'économie dirigée se révèle par des contingentements divers ; sur le plan monétaire, par le contrôle des changes ; sur le plan financier, par la surveillance et parfois l'interdiction des investissements en valeurs étrangères.

Toutefois, comme telle, l'économie dirigée a survécu aux circonstances particulières qui l'avaient suscitée. N'est-ce pas là le signe évident d'une évolution de la situation économique, évolution particulièrement remarquable dans un pays comme le nôtre, où l'attachement de l'opinion à l'orthodoxie libérale était demeurée si vivace ?

Nous croyons avoir montré ici les contradictions qui résultèrent, et de cette évolution et de cet attachement, dans le domaine de la politique financière du gouvernement à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, dont le libre développement fut tantôt proclamé nécessaire, tantôt entravé par le maintien de mesures d'exception.

La cause de ces contradictions semble résider précisément en la confiance qu'inspiraient encore les principes d'une économie libérale qui avait fait ses preuves, mais qui cependant ne pouvait trouver, en elle-même, les facteurs d'équilibre dont elle avait bénéficié au cours du développement industriel, commercial et financier du XIX^e siècle.

Et c'est ainsi que l'économie dirigée apparaît moins comme l'antithèse de l'économie libérale que comme une intervention directe momentanée et exceptionnelle de l'Etat, provoquée par l'insuffisance de lois, cependant encore en honneur et fondées sur l'intérêt individuel, à parer à un danger collectif.

Mais cette intervention, en se prolongeant, fait alors figure d'étatisme et, comme telle, s'éloigne autant de l'économie libérale que de l'économie organisée.

Cette dernière suppose, en effet, l'établissement et le fonctionnement d'institutions, dont les Pouvoirs Publics doivent peut-être, au début, prendre l'initiative ou qu'ils sont amenés simplement à approuver par la suite, mais qui, chacune en leur domaine propre, sont capables, dans le cadre des directives gouvernementales ou selon les nécessités de l'heure, de prendre les mesures

susceptibles de subordonner à l'intérêt général les intérêts particuliers, dont elles ont la charge.

Or, de telles institutions s'étaient déjà formées, mais sans plan d'ensemble et sous la pression des circonstances. La loi du 16 août 1940, relative à l'organisation professionnelle, sanctionna donc ce stade de l'économie organisée auquel est parvenue une évolution que contribuèrent à précipiter, de par leur seul effet démonstratif, les expériences successives d'économie dirigée.

Il nous semble que, des premiers résultats d'une telle évolution — et c'est ce qui justifie ces explications liminaires — il soit possible de dégager les principes susceptibles de dicter aux Pouvoirs Publics une attitude nouvelle à l'égard des marchés français de valeurs étrangères.

*
**

Nous avons brièvement évoqué, au cours du chapitre précédent, les premières manifestations de l'effort d'organisation financière tenté par le Gouvernement depuis le mois de juin 1940.

La réglementation des négociations hors bourse, l'institution d'un Comité Général des Bourses de Valeurs, l'élaboration d'un statut du marché des valeurs non inscrites à la Cote officielle constituent, sur le plan financier, autant d'étapes dans la voie de l'économie organisée.

Aussi ne comprendrait-on pas que ce souci de cohésion et de coordination des activités boursières, tel qu'il s'est manifesté en l'occurrence de la part du Gouvernement, ne tende également un jour à ce que les Pouvoirs

Publics s'habituent à considérer les négociations de valeurs étrangères comme constituant un ensemble financier distinct, ayant, comme tout autre, son rôle propre et ses besoins particuliers.

Que la notion de « marchés français de valeurs étrangères » n'implique nullement l'institution d'une catégorie d'intermédiaires spécialisés, cela est certain (1).

Ce qu'elle suppose essentiellement, c'est non seulement qu'il soit prévu pour les négociations de valeurs étrangères une réglementation appropriée, tenant compte de leur caractère inéluctablement international, mais encore qu'il soit attaché toute l'importance nécessaire à ce que ces négociations s'intègrent harmonieusement et utilement à la vie financière du Pays.

Comme telle, la notion de « marchés français de valeurs étrangères » nous paraît à la fois répondre au principe même de l'économie organisée et, partant, déterminer les grandes lignes de la politique que les Pouvoirs Publics auront à suivre à l'égard de ces marchés, lorsque pourront normalement reprendre les relations financières internationales.

*
**

Quelles pourront être les grandes lignes de cette politique ?

Prenant en considération la notion de « marché français de valeurs étrangères » et par conséquent le rôle propre que ces derniers sont appelés à jouer dans

(1) Voir *supra*, II^e partie, chap. IV.

le cadre d'une économie organisée, il est bien certain que les Pouvoirs Publics seront amenés à modifier passablement l'attitude qu'ils ont eue jusqu'à présent à leur égard.

Leur rôle propre, les marchés français de valeurs étrangères auront à le jouer vis-à-vis de l'épargne d'une part et, d'autre part, de l'économie générale du Pays.

A l'égard de l'épargne, ce rôle devra présenter un double aspect.

D'abord, en ce qui la concerne elle-même, ces marchés devront, avant tout, lui assurer et la sincérité des opérations pratiquées et la qualité des valeurs offertes.

C'est, dira-t-on, le rôle de tout marché. Mais en ce qui concerne les valeurs étrangères, ce rôle est particulièrement délicat à remplir et nous rappelons qu'il suppose non seulement la réalisation de conditions techniques et financières spéciales, mais encore une réglementation adaptée au caractère international des opérations effectuées.

Dans le cadre d'une économie organisée, l'épargne a également sa fonction. Toutefois, elle ne l'assumera — par définition — qu'avec une certaine autonomie de mouvement et l'Etat devra toujours tenir compte de ses courants propres, dont le sens ou l'intensité demeureront déterminés par des facteurs d'ordres divers, politiques, financiers, psychologiques.

Les Pouvoirs Publics, ne se bornant plus soit à abandonner l'épargne à elle-même, soit à ne la considérer que du point de vue des besoins d'emprunt de l'Etat, mais au contraire, prenant acte de ses tendances

propres, devront donc faire en sorte que ces dernières concourent, en définitive, à l'intérêt général.

Cela implique donc, de la part du Gouvernement, à l'égard des marchés français de valeurs étrangères, une attitude non plus réticente ou de simple abstention, mais au contraire active et vigilante à ce que l'organisation et le fonctionnement de ces marchés non seulement répondent bien à ces tendances de l'épargne, mais encore soient à même de les orienter utilement.

Cette mission d'orientation constitue ainsi le second aspect du rôle des marchés français de valeurs étrangères à l'égard de l'épargne.

En outre, elle détermine la nature et l'importance de ce rôle vis-à-vis de l'économie générale du Pays.

*
**

Certes, sur le plan de l'acquisition de valeurs étrangères, l'orientation de l'épargne, en fonction de ses tendances d'ordre politique, économique ou psychologique n'est pas le seul fait de tel ou tel marché : les banques notamment et tous les collecteurs d'ordres de façon générale y concourent pour une très large part.

Toutefois, il suffit de se souvenir du rôle de prospection joué naguère encore par le marché libre en matière de valeurs étrangères, pour mesurer l'importance de la fonction que pourront continuer à remplir, dans ce domaine, les marchés français de valeurs étrangères et principalement celui de ces marchés qui se trouvera être l'héritier naturel des anciens marchés en banque et marché « hors cote ».

Nous avons, en effet, évoqué, au chapitre précédent la loi du 14 février 1942, tendant à l'organisation et au fonctionnement des Bourses de Valeurs. Nous avons dit comment cette loi « instituant des courtiers en valeurs » et conjuguée à celle du 6 décembre 1941 relative aux cessions directes, supprimait en droit l'existence du marché « hors cote ».

Or, nous avons eu l'occasion d'insister, au cours de cette étude, sur le caractère essentiellement prospecteur du marché « hors cote », notamment en ce qui concerne les valeurs étrangères.

Nous avons dit aussi la brèche qu'il était susceptible de constituer dans l'application de toute interdiction ou réglementation relatives aux introductions de valeurs étrangères et nous avons rappelé, à ce sujet, l'impuissance des Pouvoirs Publics à garder les frontières.

L'existence, à côté d'un marché officiel chargé des valeurs déjà véritablement classées en portefeuille, d'un marché qui, pour être désormais reconnu et organisé, devra continuer à participer de l'allant et de l'esprit d'initiative, en même temps que de la souplesse d'exécution, de l'ancienne Coulisserie, nous semble devoir tracer au Gouvernement une ligne fort claire.

Ce marché est maintenant doté d'intermédiaires pourvus d'un monopole et qui sont chargés des négociations afférentes tant à des valeurs françaises qu'étrangères (2).

Ce monopole ne se justifie que s'il est à même de se faire respecter et si les « courtiers en valeurs » qui

(2) Nous avons dit plus haut (II^e partie, chap. IV) l'intérêt qu'il y a à éviter toute spécialisation en l'occurrence.

en sont titulaires ne sont point placés, par suite d'interdictions générales de la part des Pouvoirs Publics, dans la situation de ne pouvoir empêcher que s'institue un marché frauduleux à double titre : à l'encontre de leur monopole et des prohibitions légales.

L'histoire des rapports du Parquet et de la Coulisserie ainsi que des introductions de valeurs étrangères en fraude de la loi de 1916 constitue à cet égard un précédent, dont on doit tenir compte.

N'est-ce donc pas aller au-devant des mêmes déboires que de maintenir — lorsque seront reprises les relations financières internationales — une interdiction semblable à celle de la loi de 1916 ?

Au contraire, partant du réel, selon l'esprit d'une économie organisée bien conçue, et prenant acte des tendances de l'épargne, les Pouvoirs Publics devront plutôt veiller à ce que le futur marché de valeurs étrangères non inscrites à la Cote officielle, dans son œuvre de prospection, puisse orienter tant les professionnels de l'ancien « hors cote » que le public vers des valeurs étrangères qui — si du moins telles sont encore les préoccupations de l'heure, et cela, par conséquent, dans la plus fâcheuse hypothèse — seront de véritables refuges ou comporteront de sérieuses chances de plus-value, sans devoir constituer, dans l'un ou l'autre cas, simplement de coûteuses illusions.

Cette orientation aura, en outre, d'autant plus de chances d'être impartiale, de la part des courtiers en valeurs, que pour ces derniers, les valeurs étrangères ne constitueront véritablement plus, comme il en a été depuis la fin du siècle dernier, un indispensable élément

d'activité, en remplacement des valeurs françaises dont la négociation leur échappait au profit des Agents de Change.

Il est donc nécessaire, à cet égard, que le passage de la Coullisse au Parquet des valeurs, françaises ou étrangères d'ailleurs, ne résulte plus désormais d'une décision de caractère purement discrétionnaire (3) et, en outre que le monopole conféré aux courtiers en valeurs et partant la suppression du « hors cote », leur assurent, dans le seul domaine des titres nationaux, de larges perspectives.

Au marché des valeurs non inscrites à la Cote officielle, il sera susceptible de s'instaurer ainsi un équilibre entre le compartiment des valeurs françaises et celui des valeurs étrangères. Autrement dit, chacun de ces compartiments pourra se contracter et s'étendre sans que les courtiers en valeurs en voient pour autant diminuer leur standing.

Leur activité prospectrice pourra s'exercer alors selon les véritables besoins de l'économie générale et si, momentanément, l'intérêt supérieur du pays exige la mobilisation, à son profit exclusif, des ressources nationales, le marché des valeurs étrangères non inscrites à la Cote officielle pourra, sans heurt, voir freinées ou arrêtées les introductions nouvelles, au profit du marché des valeurs françaises de même nature, dont l'activité devra s'accroître d'autant.

(3) La loi du 14-2-1942 (art. 4) prévoit que le Comité des Bourses de valeurs règlera, *en motivant sa décision*, tous différends pouvant s'élever entre la Chambre Syndicale des Agents de Change et la Chambre des Courtiers en Valeurs.

Il ne faut pas oublier que les tendances de l'épargne, bien qu'ayant leurs mobiles propres, ne s'exercent en définitive — dans le sens, par exemple, de l'achat de valeurs étrangères — que selon les possibilités qui lui sont pratiquement offertes.

C'est au marché « hors cote » ou sur les places étrangères par l'intermédiaire de ces brokers dont il a été parlé plus haut, que, en fraude de la loi de 1916, purent s'investir en valeurs étrangères les capitaux français.

L'existence, en France, de marchés de valeurs étrangères, convenablement organisés et largement pourvus, de telle sorte que l'épargne n'ait pas à recourir à quelque nouveau « hors cote » ou simplement à l'étranger, le ferme maintien de la réglementation du démarchage et du courtage à l'encontre précisément de toute organisation clandestine, des intermédiaires pour lesquels la négociation de valeurs étrangères nouvelles n'est plus l'indispensable élément d'activité, tout cela nous semble plus efficace, en un état de crise, que toute interdiction de la nature de celle qui fut édictée par la loi de 1916.

C'est en ce sens notamment que l'on peut considérer les marchés français de valeurs étrangères comme un élément de l'équipement financier du Pays.

Cet élément, d'ailleurs, n'a pas seulement son rôle à jouer en temps de crise.

Cependant, l'on a trop souvent proclamé la nécessité de faire de Paris un « grand marché international de valeurs étrangères » sans tenir compte du flux et du reflux de capitaux qu'impliquait une telle conception.

Paris ne doit pas, en l'occurrence, être seulement une place où l'on achète sans vendre jamais. Autrement dit, à l'activité des marchés français de valeurs étrangères doit correspondre à l'étranger un mouvement d'affaires analogue et réciproque sur des valeurs françaises.

Ainsi le courant financier ne sera plus à sens unique et, dans ce domaine comme dans d'autres, la notion de collaboration internationale prendra son entière valeur.

Vu et permis d'imprimer,

le 4 avril 1942 :

J. HAMEL.

Vu : LE DOYEN,

G. RIPERT.

Vu et permis d'imprimer :

LE RECTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS,

GILBERT GIDEL.

BIBLIOGRAPHIE

GERMAIN-MARTIN. — Histoire économique et financière
(Tome X de l'Histoire de la Nation française, par
G. HANOTAUX).

GIDE (Charles). — Cours d'Economie politique.

HARTLEY WITHERS. — Stocks and Shares. Londres, 2^e édit.,
1923.

MOREAU-NÉRET. — Les Valeurs mobilières.

TCHERNOFF. — Traité de Droit pénal financier.

THÉRY (Edmond). — La Fortune publique de la France.

**

AUBOYNEAU (J.). — Le Marché des capitaux en France de
1924 à 1926. Thèse, Paris, 1927.

AUBRY. — L'Admission à la Cote des Valeurs étrangères.
Thèse, Paris, 1912.

BUISSON (J.). — Le privilège des Agents de Change. Thèse,
Paris, 1939.

DELANNEY (Louis). — Le Marché des Valeurs mobilières en
France.

GUILLAUME (Louis). — L'Epargne française et les Valeurs
mobilières étrangères. Thèse, Paris, 1927.

MARSEILHAN (P.). — La Coulisse et sa réorganisation.

RITCHER (J.). — Utilité économique de la Coulisse.

*

Bulletin de statistique et de législation comparées.

*Bulletin de la statistique générale de la France et du Ser-
vice d'observation des prix.*

COMITÉ PARLEMENTAIRE FRANÇAIS DU COMMERCE. — La Réor-
ganisation du Marché financier de Paris. Paris, 1930.

DECOUDU. — La Cote officielle de la Bourse de Paris. Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900, N° 54.

Europe nouvelle (L'). — Numéro spécial du 11 janvier 1930.

LACOMBE (E.). — « La réciprocité d'admission ». Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900, N° 57.

LESCURE (J.). — « La Puissance d'épargne de la France et les Placements étrangers ». *Revue politique et parlementaire*, 10 février 1912, p. 303.

LÉVY (R.-G.). — « La Fortune mobilière de la France à l'étranger ». *Revue des Deux-Mondes*, 15 mars 1897, p. 415.

— « Le rôle des Valeurs mobilières dans le Commerce international et dans les Règlements internationaux ». Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900, N° 89.

Manuel des Agents de Change.

NEYMARCK (Alfred). — « La Statistique internationale des Valeurs mobilières ». 4°, 5° et 9° Rapports au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900).

Rapport du Comité des experts.

Rapport du Comité de la Bourse. *Agence économique et financière* du 29 octobre 1935.

VIDAL (E.). — Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900.

VILLARS (L.). — « Les conditions d'admission et de négociation des Valeurs mobilières aux différentes Bourses ». Rapport au Congrès international des Valeurs mobilières de 1900, N° 146.

VILLIERS (G.). — « Valeurs étrangères à Paris ». *Revue de Paris* du 1^{er} janvier 1939.

WAHL (Albert). — « L'Abonnement obligatoire ou facultatif des Valeurs mobilières étrangères ». *Revue des Contributions*, janvier 1930, p. 3.

TABLE ANALYTIQUE

INTRODUCTION	x
--------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

Le mouvement des investissements français à l'étranger

Préambule	5
-----------------	---

CHAPITRE PREMIER. — <i>Le XIX^e siècle et l'avant-guerre</i>	7
--	---

Etude statistique jusqu'à la fin du XIX^e siècle.

Etude statistique de la fin du XIX^e siècle à la guerre de 1914.

Répartition géographique des placements à l'étranger.

Le faible loyer de l'argent, effet et cause à la fois.

Les causes de l'exode de l'épargne à l'étranger :

Causes d'ordre financier,

— — économique,

— — politique,

— — technique,

— — psychologique ;

— goût de la sécurité,

— espoir de plus-value,

— craintes fiscales.

Le concours des Banques et du Marché.

CHAPITRE II. — <i>La guerre de 1914-1918</i>	15
--	----

Mise au service du Pays de toutes les disponibilités de l'épargne.

La statistique des émissions pendant la guerre.

Nécessité de créer des disponibilités nouvelles.

Les avances de la Banque de France.

Mobilisation des disponibilités à l'étranger :

Cession à l'Etat des titres étrangers,

Emprunt par l'Etat des titres étrangers,

Vente des titres étrangers en vue de souscription aux fonds d'Etat français.

Importance du rôle joué par les valeurs étrangères.

Nature du rôle joué par les valeurs étrangères.
Le portefeuille français de valeurs étrangères à la fin de la guerre.

CHAPITRE III. — *L'après-guerre* 20

L'instabilité caractéristique de l'après-guerre.
La prédominance du facteur monétaire et ses effets.
La réorganisation du Pays et ses effets.
Statistiques des émissions au lendemain de la guerre.
La crise du franc et l'introduction des valeurs étrangères.
Le redressement financier par M. Poincaré.
La chute de la £ et du \$ et ses conséquences.
La campagne menée en faveur des valeurs étrangères.
Les valeurs étrangères devenues valeurs-refuge.
La clause « or ».
L'importance actuelle du portefeuille français de valeurs étrangères.

DEUXIÈME PARTIE

Les marchés français de valeurs étrangères

***Préambule* 29**

CHAPITRE PREMIER. — *Définition des marchés français de valeurs étrangères* 30

Nécessité de dégager le critérium de marché de valeurs mobilières.
Définition du Code de Commerce.
Bourse et marché, cotation réglementée et marché.
Le véritable critérium de marché et la conception de l'Administration.
Situation et limites des marchés français de valeurs étrangères.
Justification de la différenciation des marchés de valeurs étrangères d'avec les autres marchés.
Cadre des marchés français de valeurs étrangères.

CHAPITRE II. — *L'organisation des transactions et la négociation des valeurs étrangères* 38

Les principes directeurs d'une organisation des transactions.
Le privilège des Agents de Change.

- Tolérance à l'égard du marché libre.
- Rôle du marché libre.
- Le marché libre et le développement industriel et économique.
- La lutte du marché officiel et du marché libre.
- Le marché libre et l'introduction en France des valeurs étrangères.
- L'amendement Fleury-Ravarin et le statut du marché libre.
- L'organisation du marché libre et la naissance du « hors cote ».
- La défense et l'orientation de l'épargne.

CHAPITRE III. — *Nature, rôle et importance des marchés français de valeurs étrangères* 48

- Organisation commune aux marchés de valeurs françaises et étrangères.
- Situation des trois marchés français de valeurs étrangères.
- La division du travail entre les trois marchés.
- Caractéristiques du marché en banque; son rôle d'acclimatation.
- Caractéristique du marché « hors cote »; son rôle prospecteur.
- Définition de la prospection.
- Le mécanisme de l'introduction progres
- Caractéristique du marché officiel, par opposition aux deux autres marchés.
- Rôle du marché officiel.
- Relativité et méthode d'évaluation de l'importance des marchés français de valeurs étrangères.
- Importance relative et respective des marchés français de valeurs étrangères.
- Intérêt démonstratif des comparaisons précédentes.
- Constatactions que permettent ces comparaisons:
 - Extension de la prospection des valeurs étrangères,
 - Spécialisation du Marché en Banque,
 - Cadence d'investissement de l'épargne en valeurs étrangères.
- Seconde série de comparaisons : la capacité de placement des marchés.
- Insuffisance des statistiques officielles.
- Troisième série de comparaisons : le volume des introductions à différents moments.

La souplesse comparée de chacun des marchés.
Nécessité, pour les Gouvernements, de statistiques précises.

CHAPITRE IV. — D'une organisation particulière aux marchés français de valeurs étrangères 65

Utilité de rechercher en quoi peut consister une organisation particulière aux marchés français de valeurs étrangères.
Définition de l'organisation d'un marché, ses éléments.
Quand y a-t-il organisation particulière à un marché ?
Organisation particulière quant aux intermédiaires.
Organisation particulière quant à la réglementation des transactions.
Organisation particulière quant au lieu de réunion.
Organisation particulière quant à la liaison entre les intermédiaires et quant à l'information de la clientèle.
Nécessité d'une réglementation spéciale sur certains points.

TROISIÈME PARTIE

Politique financière

Préambule 77

CHAPITRE PREMIER. — Le XIX^e siècle et l'avant-guerre 78

Décalage chronologique entre la politique suivie à l'égard des Fonds d'Etats et celle pratiquée envers les autres titres.
L'arrêt du 7 août 1785, rapidement débordé.
Le libéralisme financier de la Restauration et l'Ordonnance de 1823.
L'interprétation restrictive de M. de Villèle et le jeu des responsabilités.
Confirmation de cette interprétation par la pratique administrative ultérieure.
Liberté laissée à la Coullisse.
Le décret de 1858 et l'admission des valeurs étrangères à la Cote officielle.
Caractère restrictif du décret de 1858.
Elargissement de l'admission à la Cote officielle des valeurs étrangères : le décret de 1859.

Interprétation administrative du décret de 1859 : la répartition des attributions.

Le décret de 1880 : substitution d'un droit de veto à l'autorisation ministérielle.

L'interprétation ministérielle ultérieure contraire au décret.

Le droit d'interdire la négociation des valeurs étrangères : l'article 5.

La brèche du marché libre.

CHAPITRE II. — *La loi de 1916 et la doctrine législative* 90

Situation législative à la veille de la guerre de 1914.

Texte de la loi de 1916 et travaux préparatoires.

Le caractère exceptionnel et temporaire de la loi de 1916.

La définition des opérations visées par la loi de 1916.

La non-insertion dans la loi du mot « négociation », lacune de la loi.

CHAPITRE III. — *La loi de 1916 et l'interprétation judiciaire* 97

Intérêt de se référer à une jurisprudence postérieure à la guerre.

Jugement du Tribunal Correctionnel de la Seine (11^e Chambre) du 29 novembre 1932.

Arrêt de la Cour d'Appel de Paris (9^e Chambre Correctionnelle) du 26 décembre 1932.

CHAPITRE IV. — *La loi de 1916 et l'interprétation administrative, les faits et l'opinion* 104

La loi du 31 décembre 1920, modifiant la loi de 1916.

La loi du 3 avril 1918, étayant la loi de 1916.

Intérêt de se placer à la période postérieure à la guerre pour étudier l'interprétation administrative de la loi de 1916.

L'aspect négatif de cette interprétation administrative.

L'introduction frauduleuse des titres étrangers et son mécanisme.

L'introduction frauduleuse des titres étrangers et l'impuissance des Pouvoirs Publics.

L'introduction frauduleuse des titres étrangers et la fidélité aux principes de la loi de 1916.

Réponses écrites à des questions posées par les organismes professionnels :

- la notion de marché et d'introduction,
les négociations à titre particulier.
- Les arrêtés du 16 avril 1927 et du 5 janvier 1928 relatifs
à l'arbitrage.
- L'abrogation de la loi de 1918, prohibant l'importation
des titres étrangers.
- La loi de 1916 et les valeurs coloniales.
- Double série de critiques à la loi de 1916.
- Les critiques de fond et le projet de loi de 1932 déposé
par M. Georges Bonnet.
- Les campagnes de presse : Paris, marché international
des capitaux.

CHAPITRE V. — *L'assouplissement de la loi de 1916.* 118

- L'aspect positif de l'interprétation administrative.
- Les complications et les lenteurs de la procédure de
dérogation.
- La Commission administrative de 1928.
- L'arrêté du 15 septembre 1933 et le Comité Central de
la Bourse.
- Le communiqué du Conseil des Ministres et le rappel du
décret de 1880.
- La déception provoquée par l'arrêté de 1933.

CHAPITRE VI. — *Le maintien de la loi de 1916* 127

- Caractère théorique de la dérogation générale de l'arrêté
de 1933.
- Caractère exceptionnel des autorisations accordées.
- Explication du maintien de la loi de 1916.
- Conséquences du maintien de la loi de 1916 :
 - quant à l'évasion des capitaux,
 - quant à l'épargne.
- Esquisse d'une politique financière positive.

QUATRIÈME PARTIE

**Les entraves fiscales au fonctionnement
des marchés français de valeurs étrangères**

***Préambule* 135**

**CHAPITRE PREMIER. — *La législation fiscale concer-
nant les valeurs mobilières* 137**

- Le droit de timbre.

Le droit de transmission.

La taxe sur le revenu.

CHAPITRE II. — Application des lois fiscales aux valeurs étrangères 140

Le premier stade : l'application des lois fiscales aux seules valeurs de la Cote officielle.

Tentatives infructueuses d'application des lois fiscales aux autres valeurs étrangères.

Le second stade : la réforme de 1898 et ses lacunes.

Situation au lendemain de la loi de 1898.

CHAPITRE III. — Conséquences du régime fiscal des valeurs étrangères 152

Inconvénient du régime de l'abonnement obligatoire : le « filtre à rebours ».

Fermeture du marché en banque aux titres désabonnés et leur rejet « hors cote ».

La campagne en vue de la suppression de l'abonnement obligatoire.

CHAPITRE IV. — L'abonnement facultatif et l'assouplissement du régime fiscal des valeurs étrangères 161

La loi du 31 juillet 1929.

L'assouplissement du régime fiscal.

CINQUIÈME PARTIE

**La défense de l'épargne
et les marchés français de valeurs étrangères**

Préambule 165

CHAPITRE PREMIER. — La défense de l'épargne, mobile de la politique suivie à l'égard des marchés français de valeurs étrangères 166

L'organisation des transactions :
quant aux intermédiaires,
quant aux modalités des opérations.

La politique financière :
la position prise dès 1823,
l'ampleur insuffisante des transactions,

- les conséquences de la loi de 1916 et des introductions frauduleuses,
- l'illusoire garantie de l'autorité gouvernementale.
- La politique fiscale :
 - l'abonnement, philtre à rebours,
 - l'abonnement, frein superflu,
 - la suppression de l'abonnement.

CHAPITRE II. — *Les mesures de défense de l'épargne concernant l'introduction et la négociation des valeurs étrangères* 179

- Comment fut traité le problème de l'épargne.
- La loi de 1907, opérations visées, prescriptions édictées :
 - même insuffisance que la loi de 1916 ;
 - Jugement du Tribunal Correctionnel de la Seine, du 29 novembre 1932 ;
 - critique de la loi de 1907 ;
 - le rôle des collecteurs d'ordres ;
 - l'épargne abandonnée à elle-même.
- Défense directe de l'épargne :
 - constitution des dossiers d'admission à la Cote ;
 - la responsabilité des Chambres Syndicales ;
 - la projet socialiste de 1929 ;
 - un discours et une politique.

SIXIÈME PARTIE

**La guerre de 1939-1940
et les bases d'une politique nouvelle
des marchés français de valeurs étrangères**

***Préambule* 203**

CHAPITRE PREMIER. — *Les conséquences immédiates de la guerre actuelle* 205

- Les transactions sur valeurs étrangères jusqu'à juin 1940 et le contrôle des changes.
- L'interdiction de négocier les valeurs étrangères et leur blocage par les Autorités d'occupation.
- Le « marché noir » des titres étrangers.
- L'interdiction des négociations « hors bourse » des valeurs étrangères.

La réorganisation financière et les marchés français de
valeurs étrangères.

**CHAPITRE II. — *L'économie organisée et les marchés
français de valeurs étrangères* 213**

L'économie dirigée et l'économie organisée.

L'économie organisée et la notion de « marchés français
de valeurs étrangères ».

L'attitude des Pouvoirs Publics à l'égard des marchés
français de valeurs étrangères, déterminée :

par le rôle de ces marchés :

à l'égard de l'épargne,

à l'égard de l'économie générale.

BIBLIOGRAPHIE 225

TABLE ANALYTIQUE 227

ACHEVÉ D'IMPRIMER LE 16 MAI
1942 SUR LES PRESSES
DE L'IMPRIMERIE JEHAN
GAILLON - (EURE)

